



ANFÖRANDE

DATUM: 14 oktober 2014
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Västsvenska handelskammaren, Göteborg

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 i ett osäkert ekonomisk-politiskt landskap

Fortsatt låg ränta så att tillväxt och inflation kan stiga

I början av september beslutade vi i Riksbankens direktion att låta reporäntan ligga kvar på 0,25 procent för att den nu låga inflationen ska stiga mot vårt mål på 2 procent. Den låga inflationen vi har idag avspeglar att vi haft en svag konjunkturutveckling i Sverige och i vår omvärld. I det svaga konjunkturläget har företagen upplevt det som svårt att föra över sina ökade kostnader till högre priser till konsumenterna. Men allt eftersom konjunkturen stärks och efterfrågan stiger ökar företagens möjligheter att höja priserna, vilket bidrar till en högre inflation.

Vi räknar med att detta ska ske i och med att konjunkturen i omvärlden stärks de kommande åren. Men det är en värld som nu går i viss otakt. Samtidigt som signalerna från USA är starka, omgärdas utvecklingen i euroområdet av orosmoln, vilket vi kan se i förtroendeindikatorer som till exempel inköpschefsindex i tillverkningsindustrin.

Att förtroendet i euroområdet har dämpats beror troligen på en ovanligt stor osäkerhet om vart utvecklingen är på väg. Bland annat på grund av konflikten i Ukraina och kvardröjande frågetecken kring de europeiska bankernas balansräkningar. Det statsfinansiella läget är inte heller helt klart i alla länder. Men när den här osäkerheten lagt sig kan det bli lite mer fart på utvecklingen också i euroområdet eftersom vi samtidigt räknar med en fortsatt mycket expansiv penningpolitik, en allt mindre åtstramande finanspolitik, och en allt bättre fungerande kreditgivning där.

Den för tillfället svaga utvecklingen i euroområdet sätter givetvis sina spår i svensk ekonomi. Exporten utvecklas svagt och investeringarna hämmas i sin tur av den svaga exportutvecklingen. Det är först när konjunkturen i omvärlden blir starkare som exporten börjar ta fart igen och det kan dröja något år innan den börjar växa i normal takt. Men då kan även investeringarna ta fart i och med att räntorna är låga och finansieringsmöjligheterna är goda.

Efterfrågan från våra viktigaste handelspartners är just nu alltså ganska svag och detta bidrar till att dämpa tillväxten i Sverige. Däremot har de svenska hushållens efterfrågan utvecklats positivt. De senaste åren har hushållens

■ inkomster ökat i god takt, och konsumtion och bostadsinvesteringar har utvecklats starkt. Sedan vår senaste prognos i början av september har ny reviderad BNP-statistik för det andra kvartalet visat en något högre BNP och en något starkare utveckling av konsumtion och investeringar än vi hade anledning att förvänta oss utifrån den preliminära statistiken.

Sysselsättningen har också stigit en del sedan årsskiftet och om konjunkturen stärks som vi räknar med så fortsätter efterfrågan på arbetskraft att stiga. Då sjunker arbetslösheten tillbaka och sysselsättningsgraden, det vill säga sysselsatta som andel av befolkningen, når ungefär samma nivå som före finanskrisen. När arbetsmarknadsläget förbättras, får vi också gradvis högre löneökningar.

Även om läget just nu är osäkert ser vi alltså tecken på att konjunkturen undan för undan kommer att stärkas såväl i Sverige som i omvärlden och därmed kommer också företagens möjligheter att höja sina priser till konsumenterna att öka.

Vi menar dock att en förutsättning för att tillväxten, sysselsättningen och inflationen ska stiga enligt prognoserna är att vi fortsätter att hålla räntan mycket låg. Den här prognosen för reporäntan – det vi kallar räntebanan – är dock en högst osäker prognos, i alla fall när det gäller slutet av prognosperioden. Det har att göra med något så självklart som att vi lever i en värld full av osäkerhet, inte minst när det gäller förutsättningarna för penningpolitiken – däribland utvecklingen i omvärlden, inflationstrycket, hur mycket lediga resurser det finns i ekonomin, och kommande åtgärder på det ekonomisk-politiska området.

Här finns mycket som just nu bidrar till att göra våra prognoser osäkra och räntebesluten svåra och jag ska beröra några av problemen.

Oklar omvärldsutveckling - oklara förutsättningar för penningpolitiken

Det råder en större geopolitisk osäkerhet i vårt närområde än på länge. Den pågående konflikten i Ukraina kan eskalera, framkalla mer långtgående sanktioner, ytterligare pressa ned efterfrågan i delar av Europa och driva energipriserna upp eller ner. Vi följer utvecklingen noga, tar till oss andra bedömares analyser och arbetar med olika scenarier, men det är givetvis svårt att bedöma hur sannolikt det är att vi får en eskalerande konflikt och att sätta siffror på vad den i så fall skulle få för effekter.

En annan osäkerhet rör tillståndet i banksektorn i euroområdet. Den europeiska centralbankens översyn av bankers tillgångar (Asset Quality Review) och tillhörande stresstester som snart publiceras kan stärka förtroendet för bankerna – och därigenom förhoppningsvis ge ny vitalitet åt banksektorn som hittills har hämmat en välbehövlig återhämtning genom sin återhållsamma kreditgivning och de höga räntorna på banklån. Men de problem i portugisiska, bulgariska och österrikiska banker som kommit till ytan under sommaren tyder på att en del problem kvarstår och det finns en risk att översynen antingen påvisar omfattande problem eller uppfattas som otillräcklig.

En synnerligen viktig förutsättning för den svenska penningpolitiken är också hur penningpolitiken i omvärlden kommer att gestalta sig och vilka effekter den kommer att ha på tillväxt, inflation och växelkurser. På många håll i vår

■ omvärld, inte minst i euroområdet, har man liksom vi överraskats av att inflationen under en längre tid varit så låg. Den europeiska centralbanken (ECB) har uttryckt oro över fallande inflationsförväntningar och sänkte nyligen sin styrränta till 0,05 procent samtidigt som man förklarade att det är den lägsta tänkbara styrräntan för dem.

Dessutom har man utannonserat flera åtgärder som syftar till att stimulera utlåningen till hushåll och företag. Men det är ännu osäkert exakt vilka och hur omfattande åtgärder det kommer att bli fråga om och dessutom handlar det om räntenivåer och åtgärder som det saknas historiska erfarenheter av i euroområdet. Det är därför svårt att bedöma vilka effekter ECB:s åtgärder kommer att få på BNP och inflation i euroområdet och därmed i förlängningen vad de betyder för inflationstrycket här i Sverige.

En komplicerande faktor är att centralbankerna i Storbritannien och USA ser ut att vara på väg i en annan riktning med sin penningpolitik än vad ECB är. Penningpolitiken går åt olika håll. En anledning till att vi intresserar oss för förväntningar om styrräntor och kompletterande åtgärder i andra länder är att de påverkar intresset för tillgångar i svenska kronor och därför i förlängningen utvecklingen av kronkursen.

Att uttolka valutakursrörelser är ofta mycket vanskligt men just förändringarna i förväntningarna på de europeiska och amerikanska centralbankerna bidrar förmodligen till att förklara den senaste tidens försvagning av kronan gentemot dollarn och förstärkningen gentemot euron. Nettoresultatet för den svenska inflationen är svårt att sja om eftersom det hänger både på hur mycket de olika valutakurserna förändras och på vilka effekterna i sin tur blir på importpriser, konkurrenskraft och köpkraft.

Faktorer på hemmaplan ger också osäkra förutsättningar för penningpolitiken

Omvärlden står alltså för många av de källor till osäkerhet som penningpolitiken måste förhålla sig till. Men även på hemmaplan bidrar utvecklingen till osäkerhet om penningpolitikens förutsättningar.

En fråga som vi under en längre tid sökt svar på är varför inflationen blivit lägre än vad vi och många andra bedömare räknat med. Svaret är naturligtvis en avgörande pusselbit när man ska skapa sig en uppfattning om inflationstrycket framöver. På Riksbanken har vi därför ägnat en hel del kraft åt att analysera tillgänglig statistik men vi har också intervjuat företag om deras kostnadsutveckling och prissättning. Häromdagen publicerade vi en ekonomisk kommentar om just företagens prissättning.¹ Svaren från 895 företag inom handel, bygg och olika tjänstebranscher tyder på att företagen haft svårt att föra över sina ökade kostnader på konsumenterna. En naturlig förklaring är att efterfrågan varit svag och dess utveckling osäker. Vår ordinarie företagsundersökning som publicerades i förra veckan bekräftade bilden av att många företag idag upplever läget som relativt osäkert och att de än så länge är försiktiga med prishöjningar.² Det finns visserligen vissa tecken på att prisökningarna hållits tillbaka även av en ökande konkurrens, men det är ändå rimligt att vänta sig snabbare prishöjningar och en högre inflation när konjunkturen åter stärks och efterfrågan ökar.

¹ "Resultat från en enkät om företagens prissättning", Ekonomiska kommentarer Nr. 4, 2014.

² Riksbankens företagsundersökning, september 2014.

■ Vid sidan om inflationstrycket är utvecklingen av bostadspriserna och hushållens skuldsättning – och inte minst de motåtgärder som måste till och deras konsekvenser – en viktig men svårbedömd inhemsk förutsättning för penningpolitiken.

I bakhuvudet bör man ha att erfarenheterna från andra länder pekar på att en hög och växande skuldsättning förr eller senare brukar få allvarliga samhällsekonomiska konsekvenser, men det finns ingen tydlig gräns för när situationen blir ohållbar. Om man tittar på den information som finns tillgänglig om skuldsättningen hos de hushåll som tar upp nya bolån, och alltså är de som i mångt och mycket utgör köparsidan på bostadsmarknaden idag, så menar jag att det finns anledning till oro. Dessa hushåll tar i genomsnitt upp lån på drygt 350 procent av sin disponibla inkomst. Räntorna man betalar på lånen är mycket låga i ett historiskt och internationellt perspektiv. Det har delvis att göra med att en mycket hög andel av de nya svenska bolånen har rörlig ränta. Många av lånen är också amorteringsfria. Det här betyder att det finns en risk att bostadspriser och skuldsättning nu drivs upp på ohållbara nivåer.

För oss som fattar de penningpolitiska besluten är nyckelfrågan vilka åtgärder som kommer att vidtas för att dämpa skulduppbyggnaden och inte minst vilka effekter de kan tänkas få på hushållens konsumtion och i förlängningen på inflationstrycket i den svenska ekonomin medan vår penningpolitik verkar. Det här är en viktig källa till osäkerhet som vi har att hantera.

Än så länge finns det dessvärre inte så mycket erfarenhet att utgå ifrån när det gäller effekterna av så kallade makrotillsynsåtgärder. Det gör det svårt för dem som har att fatta besluten och för oss som har att bedöma både vilka besluten kommer att bli och vilka effekter de kommer att få.

En avvägning gäller "doseringen". Vad man vill åstadkomma är att utvecklingen av skulder och bostadspriser bromsas upp, men samtidigt undvika ett kraftigt fall i bostadspriserna. Detta är en grannlaga uppgift.

Ett annat problem har att göra med att makrotillsynen går ut på att förmå banker och låntagare att bete sig på sätt som de inte annars skulle göra, till exempel amortera ned bolån snabbare än de gör idag. Innan man har hunnit skaffa sig erfarenhet av vilka effekter ett visst paket av åtgärder får inom ramen för det svenska finansiella systemet, så är det svårt att bedöma i vilken mån det påverkar penningpolitiken.

Att hantera osäkerheten i det penningpolitiska beslutsfattandet

Min uppfattning är att vi nu befinner oss i ett läge där penningpolitikens förutsättningar kanske rentav är ännu mer osäkra än vad de brukar vara. Men penningpolitiska beslut måste ändå fattas och därför vill jag försöka ge en bild av hur jag anser att man bör hantera den här osäkerheten och hur den har påverkat mina egna ställningstaganden på senare tid.

En självklar åtgärd är som jag redan nämnt att försöka skaffa sig mer kunskap om källorna till osäkerhet och på det viset minska osäkerheten vi står inför. Vi följer givetvis omvärldsutvecklingen noga och lutar oss både mot andras och egna bedömningar av vad den kan föra med sig. När det gäller det svenska inflationstrycket har vi som jag redan nämnt lagt en hel del kraft både åt att analysera tillgänglig statistik och åt att hämta in ny information från företagen

■ om deras prissättningsbeteende. I frågan om hushållens skuldsättning räknar vi just nu på vad ett amorteringskrav får för effekter. Samtidigt utvecklar vi vår analys av hur penningpolitiken och skuldsättningen påverkar riskerna i den svenska ekonomin framöver.

I samband med själva beslutsfattandet så menar jag att man måste vara ödmjuk inför svårigheten att siffersätta allt man behöver ta hänsyn till. Modeller fångar inte allt. Ofta tänker man sig att prognoser är medelvärdesprognoser. Det innebär i princip att risken att ekonomin utvecklas sämre är lika stor som chansen att den utvecklas bättre. En medelvärdesprognos för till exempel BNP-tillväxten i omvärlden balanserar allt sådant som kan ge upphov till en lägre tillväxt och allt sådant som kan ge upphov till en högre tillväxt. Ett annat sätt att uttrycka samma sak är att prognosen är ett slags medelväg av alla de vägar som ekonomin kan ta framöver.

Det här sättet att arbeta med prognoser innebär att man agerar som om man lyckats sätta siffror på sannolikheterna och effekterna av alla olika möjliga händelseutvecklingar. Häromåret diskuterades ofta risken för en splittring eller upplösning av eurosamarbetet – vilken var sannolikheten för att det skulle inträffa och hur skulle effekterna se ut för Sverige? Idag finns det kanske anledning att ställa sig de frågorna när det gäller en eskalering av Ukrainakonflikten eller ett större bostadsprisfall i Sverige.

Betänker man de här svårigheterna med siffersättning av olika möjliga händelseutvecklingar och sannolikheterna för att de ska inträffa, så är det kanske inte så enkelt att fatta penningpolitiska beslut och att göra prognoser för framtida räntor som det ibland framställs. Det är inte nödvändigtvis bara att utgå ifrån att man lyckats fånga alla möjliga händelseförlopp på ett balanserat sätt och sedan välja den räntebana som ger de minsta avvikelserna från inflationsmålet och en långsikt hållbar sysselsättningsutveckling under prognosperioden.

Som min kollega Stephen Poloz på den kanadensiska centralbanken nyligen påpekade så är formulerandet av penningpolitiken mer en fråga om riskhantering än om exakt ingenjörskonst.³

Ska man ta osäkerheten på allvar, och det tycker jag att man måste göra, så är min bedömning att man bör lägga särskild vikt vid de riktigt allvarliga negativa scenarier som man har möjlighet att påverka med penningpolitiken. En sådan risk som vi försökt ta hänsyn till är att i ett läge där makrotillsynen inte kan hantera alla risker med hushållens skuldsättning så skulle en låg ränta länge kunna förvärra och öka sannolikheten för en inhemsk kris orsakad av hushållens skuldsättning. En annan risk att lägga särskild vikt vid är att en låg inflation under längre tid skulle kunna få inflationsförväntningarna att tappa sin förankring vid inflationsmålet.

När jag själv reserverade mig mot det penningpolitiska beslutet i juli i år var vi alla i direktionen eniga om att räntan behövde sänkas för att inflationen skulle stiga. Skillnaden låg i hur mycket. Mitt ställningstagande baserade sig på bedömningen att vi hade kunnat ge en något mindre impuls till ytterligare skuldsättning och samtidigt bidra till att föra inflationen och inflationsförväntningarna mot målet genom att begränsa sänkningen till 0,25

³ Poloz, Stephen S., "Monetary Policy as Risk Management", anförande 12 december 2013. Fler centralbankschefer har gett uttryck åt den här uppfattningen, däribland Alan Greenspan i anförandet "Monetary Policy under Uncertainty" den 29 augusti 2003.

- procentenheter och samtidigt flagga för en vilja att vänta med höjningar till 2016 även om det skulle se ut att innebära att inflationen skjuter över målet.

Den svenska konjunkturen är nu på väg att förbättras, understödd av mycket låga räntor till hushåll och företag och av en starkare utveckling i vår omvärld. Men våra prognoser är alltså osäkra, i synnerhet på ett par års sikt. Den som vill veta mer bestämt behöver en kristallkula som kan skvallra om alla de lägen som kommer att uppstå här hemma och i vår omvärld under de närmaste åren. Någon sådan finns inte så som alltid vid beslut under osäkerhet kommer vi att få laga efter läge längre fram.