



ANFÖRANDE

DATUM: 2013-06-07
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: SNS, 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

■ Perspektiv på Riksbankens penningpolitik

Nu för tiden kan man knappt slå upp en tidning utan att hitta rubriker som handlar om Riksbanken. Många har åsikter om den penningpolitik vi fört under de senaste åren och den vi för idag.

Åsikterna är av lite olika slag. Riksbanken har bedrivit den penningpolitik som vi anser bäst avvägd för att uppnå inflationsmålet och skapa förutsättningar för en långsiktigt hållbar utveckling. Men en del bedömare har inte delat Riksbankens syn på de ekonomiska utsikterna och har därför landat i lite andra slutsatser om hur politiken borde ha bedrivits. Den här typen av åsiktsskillnader är förstås inte särskilt anmärkningsvärda när det gäller en verksamhet som penningpolitik, som med nödvändighet måste baseras på bedömningar.

Men det finns också andra invändningar som är mer principiella och riktar in sig på själva sättet som Riksbanken bedriver sin politik. Även om det inte alltid sägs rakt ut är budskapet att Riksbanken bedriver en annan politik än den är tänkt att bedriva – att, för att uttrycka det lite tillspetsat, Riksbanken har missuppfattat sitt uppdrag och "spelar efter egna regler".

Det har till exempel hävdats att Riksbanken skulle ha en tendens att vara alltför nitisk i inflationsbekämpningen och bry sig alltför lite om arbetslösheten. Sett över en längre tidsperiod skulle därför inflationen i genomsnitt ha blivit alltför låg och arbetslösheten onödigt hög – detta har också lett till en diskussion om målet för penningpolitiken.

Andra menar att Riksbanken väger in faktorer i sina räntebeslut som man inte borde väga in. Vad den kritiken framför allt har riktat in sig på är den oro för hushållens skuldsättning som under senare år har bidragit till att penningpolitiken inte varit riktigt lika expansiv som den annars skulle ha varit. Ibland har det till och med framställts som att Riksbanken på eget bevåg introducerat nya mål för penningpolitiken som ligger utanför det lagfästa uppdraget.

Här vill jag vara tydlig med min åsikt: Jag tycker att Riksbanken har lyckats väl med uppgiften att uppnå låg och stabil inflation. Jag delar alltså inte synen att vi varit alltför nitiska i vår inflationsbekämpning. Jag menar också att en politik som väger in risker på kredit- och bostadsmarknaden är helt förenlig med vårt uppdrag att skapa förutsättningar för en stabil ekonomisk utveckling och att det absolut inte handlar om att införa nya mål för penningpolitiken. Eftersom det vore olyckligt om uppfattningen att Riksbanken gör något utanför sitt

mandat får fäste, tänkte jag använda en stor del av tiden idag till att förklara varför jag anser att detta inte stämmer. Riksbankens ambition att väga in risker för att uppnå en långsiktigt stabil utveckling är också väl i linje med den diskussion som nu förs internationellt om de vägval centralbanker står inför i spåren av finanskrisen. Jag vill därför också vidga perspektivet och sätta vår debatt här hemma i ett större sammanhang.

Vi behöver en nyanserad diskussion om inflationens historiska utveckling

Låt mig börja med kritiken att Riksbanken varit alltför nitisk i inflationsbekämpningen. Själva utgångspunkten för den kritiken är att inflationen enligt KPI (konsumentprisindex) har varit under målet på 2 procent i genomsnitt sedan inflationsmålet infördes. Detta har fått stort utrymme i medierna och på bloggar – vilket förstås i sig inte utgör något problem. Att målluppfyllelsen för penningpolitiken analyseras och diskuteras är viktigt och absolut nödvändigt för att riksdagen, och i förlängningen den svenska allmänheten, ska kunna försäkra sig om att Riksbanken gör det som den getts i uppdrag att göra. Men just därför är det beklagligt att rapporteringen kring detta med inflationens genomsnitt ofta varit lite onyanserad och i vissa fall, avsiktligt eller oavsiktligt, inte heller korrekt. I vissa extrema fall har det till och med påståtts att inflationsmålet i praktiken har upphört att gälla. Rubriker och uttalanden av den typen bidrar knappast till en seriös debatt om penningpolitiken.

Låt oss börja med att titta på data och se hur inflationen har utvecklats sedan inflationsmålet infördes. Som ni säkert känner till annonserades målet i januari 1993 men började officiellt gälla den årliga ökningen i KPI från och med 1995.¹ För att få en inflationsserie som bättre motsvarar den serie Riksbanken hade tillgång till när man fattade sina räntebeslut behöver man ta hänsyn till att beräkningsmetoden för KPI ändrades 2005. Inflationen har varierat en del under perioden, både över och under målet, men i genomsnitt har inflationen från och med januari 1995 till och med december 2012 varit 1,4 procent, det vill säga sex tiondels procentenheter lägre än inflationsmålet på 2 procent.

Debatten verkar ibland utgå från att det här är all information som behövs för att utvärdera penningpolitiken. Varje tiondel under målet har, menar man, inneburit stora realekonomiska kostnader och det räcker för att dra slutsatsen att penningpolitiken inte förmått leverera vad som kan krävas av den.

Glöm inte bort hur det såg ut på 1970- och 1980-talen!

Min inställning är att man måste ha perspektiv på inflationsutvecklingen så att man inte glömmet bort hur det såg ut innan inflationsmålet infördes. Jämför inflationen och den ekonomiska utvecklingen i stort under de tjugo år inflationsmålet varit på plats med de tjugo år som föregick målet. Under 1970- och 1980-talen var inflationen i genomsnitt nästan tvåsiffrig och varierade dessutom kraftigt från år till år (se figur 1). Sverige var ett land utan ett nominellt ankare. Det fanns ingen trovärdig nivå på inflationen som pris- och

¹ Från och med 1993 fram till 1995 skulle penningpolitiken inriktas på att förhindra att den tillfälliga inflationsimpulsen, som bland annat uppstod i samband med att kronan släpptes fri, skulle bita sig fast och leda till en ökning av den underliggande inflationstakten.

■ lönebildningen kunde ha som riktmärke och man var fast i devalveringscykler. Det här var ett grundläggande problem som den svenska ekonomin gick in i 1990-talskrisen med.

Vi kom ut ur krisen med en helt ny penningpolitisk regim – inflationsmålpolitiken. Den var då nästan oprövad internationellt och det var långtifrån uppenbart att den skulle fungera. Det tvivlet kan tyckas häpnadsväckande idag med tanke på hur självklart inflationsmålet är numera och hur stabila inflationsförväntningarna är kring målet. Och det speglar ju samtidigt det absolut viktigaste som inflationsmålpolitiken bidragit med – enligt min mening dess största förtjänst överhuvudtaget – att den under två decennier har fungerat som ett nominellt ankare för ekonomin (se figur 2).

Reformeringen av det penningpolitiska ramverket var visserligen inte den enda viktiga förändringen i svensk ekonomi efter krisen i början på 1990-talet. Men inflationsmålet är definitivt en av de viktigaste förklaringarna till att inflationen varit i genomsnitt cirka 7 procentenheter lägre de två decennierna efter krisen jämfört med de två decennierna före krisen. Och dessutom har inflationen varit betydligt mer stabil. Samtidigt har tillväxten inte varit lägre än tidigare, utan tvärtom en hel del högre (se figur 3). I det perspektivet tycker jag att inflationsmålpolitiken måste sägas vara en stor framgång.

En KPIF-inflation på i genomsnitt 1,8 procent är ett gott resultat

Vid en utvärdering av penningpolitiken kan man inte bara utgå från en analys med facit på hand där inflationens utfall jämförs med inflationsmålet. Det finns en rad orsaker till att inflationen kan avvika från målet, trots att penningpolitiken bedrivits på ett bra sätt. Man behöver därför nyansera analysen och bland annat se vad det är för faktorer som förklarar att KPI-inflationen i genomsnitt blivit lägre än målet.

Bland priserna i svensk KPI ingår en komponent som speglar hushållens räntekostnader för egna hem. När boräntorna stiger bidrar den komponenten till att trycka upp KPI-inflationen och, omvänt, när boräntorna faller pressar den ned inflationen. Vanligtvis följer de rörliga boräntorna reporäntans utveckling relativt nära. Det innebär alltså att när Riksbanken sänker räntan för att öka aktiviteten i ekonomin och så småningom få upp inflationen så blir resultatet till en början att KPI-inflationen *faller*, det vill säga det direkta genomslaget på inflationen "går åt fel håll". Det är av den här anledningen som Riksbanken ofta låter penningpolitiken vägledas av inflationen enligt måttet KPIF – ett mått på underliggande inflation som inte påverkas direkt av förändringar i bostadsräntor och som alltså inte påverkas av den här effekten (se figur 4).

Att KPI påverkas av ränteförändringar på det här sättet är givetvis något Riksbanken var medveten om då inflationsmålet introducerades. Man valde ändå att definiera målet i termer av KPI eftersom KPI är ett brett prisindex som representerar vanliga inköp och som är välkänt för allmänheten. Men som Riksbanken har poängterat används också mått på underliggande inflation för att få indikationer på det mer varaktiga inflationstrycket. KPI-inflationen påverkas ju hela tiden av tillfälliga faktorer som man inte har anledning att motverka med penningpolitiken, till exempel just den direkta effekten på

■ räntekostnaderna av Riksbankens egen penningpolitik. Underliggande mått, som KPIF, har därför ofta använts för att vägleda penningpolitiken.²

Tjugo år är en lång tid och man skulle kunna tro att effekterna av räntornas rörelser upp och ned på räntekostnadskomponenten i KPI skulle ta ut varandra. Genomsnittet för inflationen enligt KPI och KPIF skulle därför vara ungefär desamma. Men så är det inte. Genomsnittet för inflationen mätt med KPIF under perioden 1995-2012 är 1,8 procent. Med andra ord förklaras det mesta av KPI-inflationens avvikelse från inflationsmålet av att räntorna fallit mer än den stigit under perioden. När den effekten är borträknad återstår det en avvikelse på två tiondels procentenheter från inflationsmålet. Den avvikelsen ska givetvis inte nonchaleras, men kan knappast heller kallas ett stort misslyckande. I ett bredare historiskt perspektiv och med en realistisk inställning till penningpolitikens precision, tycker jag faktiskt att man kan sticka ut hakan och säga att ett genomsnitt för KPIF-inflationen på 1,8 procent är godkänt, kanske till och med väl godkänt.

Beräkningar av kostnader i termer av antal arbetslösa måste tas med en ganska stor nypa salt

Det leder mig in på den diskussion som varit om kostnaderna för realekonomin av att inflationen i genomsnitt varit under inflationsmålet. En beräkning har presenterats av min tidigare direktionskollega, Lars E.O. Svensson, som i en uppsats kommer fram till en genomsnittlig kostnad i termer av arbetslöshet på ungefär 38 000 arbetslösa.³ En annan siffra på kostnader av den förda penningpolitiken som fått viss uppmärksamhet är att cirka 60 000 färre personer skulle ha varit arbetslösa om reporäntan fram till idag hade hållits kvar på de 0,25 procent, som den sänktes till i samband med finanskrisen.⁴ Jag kommer att återkomma till just den beräkningen lite längre fram.

Som jag nämnde inledningsvis är det viktigt att penningpolitiken utvärderas och att eventuella konsekvenser av avvikelser från inflationsmålet analyseras. Men man måste också vara medveten om genomslagskraften i sådana analyser och att det finns en risk att skenbart exakta siffror cementeras som sanningar i debatten. Alla beräkningar av den här typen baseras på starka antaganden och är mycket osäkra, något som lätt glöms bort eller helt enkelt ignoreras.

Ta beräkningarna som jag nämnde tidigare. Utan att gå in på detaljer så kan man konstatera att de enbart fokuserar på vad KPI-inflationen varit i genomsnitt – kostnaderna i termer av onödig arbetslöshet har uppstått *enbart* på grund av att genomsnittet för *KPI-inflationen* varit under 2 procent. Tanken måste antas vara att de skulle ha kunnat undvikas om Riksbanken hade sänkt räntan mer och fått upp inflationen till 2 procent.

Eller? Kom ihåg, det kritiska här är att KPI-inflationen är 2 procent. Så Riksbanken borde faktiskt ha *höjt* snarare än sänkt reporäntan. Den direkta

² Denna användning av underliggande inflationsmått i kombination med ett inflationsmål definierat i termer av KPI fick stöd i den utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2005-2010 som genomfördes av Goodhart och Rochet 2011.

³ Svensson (2013a,b). Svensson undersöker perioden 1997-2011 och räknar sig fram till att om inflationen under denna period i genomsnitt hade varit 2 procent i stället för 1,4 procent så hade arbetslösheten varit 0,8 procentenheter lägre. Om arbetskraften hålls konstant så motsvarar detta cirka 38 000 färre arbetslösa.

⁴ Svensson (2013c).

■ effekten skulle ju då ha blivit att *KPI-inflationen* hade blivit *högre* via effekten på räntekostnadskomponenten i KPI. Visserligen skulle det också ha haft en dämpande effekt på aktiviteten i ekonomin och på inflationstakten som inte påverkas direkt av förändringar i bostadsräntor, det vill säga inflationen enligt KPIF. Men det hade kunnat kompenseras av fler och större räntehöjningar och KPI-inflationen skulle på så vis ha kunnat hållas på 2 procent. KPIF-inflationen skulle då visserligen falla allt mer men det spelar ju ingen roll eftersom beräkningen förutsätter att det *enbart* är den genomsnittliga *KPI-inflationen* som skapar den onödiga arbetslösheten.

Innan någon nu tror att jag gått över till den mörka sidan, låt mig säga att det här givetvis hade varit en absurd och fullständigt förödande penningpolitik. Men det illustrerar svårigheten att tolka resultat av beräkningar som enbart fokuserar på genomsnittet för KPI-inflationen.

Söderström och Vredin (2013) diskuterar bland annat detta i en analys av inflationen, arbetslösheten och penningpolitiken. En slutsats av deras analys är att sambandet mellan KPI-inflationen och arbetslösheten har många olika orsaker och att det därför i sig inte ger så stor vägledning vad gäller hur väl penningpolitiken har bedrivits. De gör också en alternativ beräkning av penningpolitikens effekter på arbetslösheten baserad på KPIF-inflationens avvikelse från 2 procent och kommer fram till en siffra på cirka 12 000 arbetslösa i genomsnitt. Men det huvudsakliga budskapet i deras analys är att beräkningar av den här typen av effekter med nödvändighet måste baseras på en rad mer eller mindre realistiska antaganden om hur ekonomin fungerar. Det är därför viktigt att ta de framräknade siffrorna med en ganska stor nypa salt.⁵

Kritiken den senaste tiden

Som jag konstaterade inledningsvis har det, utöver uppfyllelsen av inflationsmålet historiskt, också funnits en kritik mot politiken under senare år. Denna går ut på att Riksbanken skulle ha vägt in faktorer i sina räntebeslut som den inte borde ha vägt in. Vad man främst fokuserat på är att Riksbanken bekymrat sig om hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden, och därför inte fört en lika expansiv politik som den borde ha gjort. Ibland har det till och med hävdats att Riksbanken infört ett nytt mål som strider mot det mandat den har och att Riksbanken har börjat bedriva "bostadspolitik".

Detta är givetvis ett försök att spetsa till debatten. Penningpolitiken har hela tiden strävat efter att föra inflationen tillbaka till målet och skapa förutsättningar för en långsiktigt stabil utveckling i svensk ekonomi. Skälet till att Riksbanken bedrivit den politik den bedrivit är att den på detta sätt försökt minska risken för en överdriven skuldsättning och alltför uppblåsta bostadspriser. De svenska hushållens skuldsättning har under de senaste 15 åren eller så uppvisat en brant stigande trend och är nu mycket hög, både i ett historiskt och internationellt perspektiv (se figur 5). Om bostadspriserna av något skäl skulle falla kraftigt i ett läge med hög skuldsättning skulle hushållen finna att deras tidigare kalkyler inte håller och att deras balansräkningar ser betydligt sämre ut än de räknat med. Detta skulle i sin tur kunna starta en

⁵ Även Assar Lindbeck, som visserligen uttryckt att han föredragit en lägre ränta än den som Riksbanken beslutat om, menar att den här typen av beräkningar inte bör tas på "för stort allvar" eftersom de baseras på "för osäkra antaganden" (Dagens Industri, 2013a).

process där hushållen försöker bli av med delar av sina skulder. Det skulle innebära att deras inkomster under en tid framöver skulle komma att gå till amorteringar snarare än till konsumtion och investeringar – vi skulle alltså få ett efterfrågebortfall i ekonomin.⁶ Många menar att ett viktigt skäl till att återhämtningen efter krisen gått så långsamt i ett flertal länder är att hushållen har just ett sådant "skuldöverhäng" som de försöker bli av med.⁷

Om man skulle få en sådan här utveckling så skulle det också med stor sannolikhet innebära att arbetslösheten skulle stiga kraftigt och det skulle förmodligen också vara svårt att uppnå inflationsmålet för ganska lång tid framöver. I de länder där bostadspriserna fallit i samband med krisen har arbetslösheten ökat ganska rejält (se figur 6). Överdriven skuldsättning utgör på så vis ett hot mot makrostabiliteten och prisstabiliteten, och att motverka risker på detta område är därför helt i linje med Riksbankens mandat och mål.⁸

Tanken bakom Riksbankens politik

Tankegångarna bakom Riksbankens politik kan illustreras med hjälp av två stiliserade scenarier (se figur 7). Endera för man en mer expansiv penningpolitik, representerad av den blå linjen, som strävar efter att på relativt kort tid föra upp inflationen till målet och snabbt minska arbetslösheten. Denna politik innebär dock att utlåningen till hushållen ökar och priserna på bostadsmarknaden stiger, på ett i längden ohållbart sätt. När bostadspriserna i ett senare skede faller kommer inflationen därför att kraftigt skjuta under målet och arbetslösheten att hamna långt över sin långsiktiga jämvikt. Sammantaget blir måluppfyllelsen därför inte särskilt bra.

Det andra alternativet, representerat av den röda linjen, innebär en mindre expansiv politik som låter det ta lite längre tid att komma tillbaka till inflationsmålet och sänker arbetslösheten långsammare – och i ett kortare perspektiv därför ger en sämre måluppfyllelse. Men denna politik innebär också att man undviker att skuldsättningen blir överdrivet hög och att bostadspriserna skenar iväg. Därmed undviker man också den turbulens som ett fall i bostadspriserna skulle ge upphov till och måluppfyllelsen sedd i ett längre perspektiv blir bättre. Den här politiken brukar ibland beskrivas som att penningpolitiken "lutar sig mot vinden".

Det bör understrykas att detta givetvis är ett överdrivet och starkt stiliserat exempel som syftar till att få fram en principiell poäng. I verkligheten är de överväganden man måste göra betydligt svårare.⁹ Penningpolitik handlar inte om att välja mellan två alternativ som med säkerhet inträffar om man bedriver en viss politik, utan om att väga risker och sannolikheter för olika scenarier mot varandra. I det här fallet måste alltså risken för en riktigt dålig utveckling längre fram vägas mot kortsiktiga kostnader. Man tvingas så att säga betala en "försäkringspremie" genom att en något mindre expansiv penningpolitik

⁶ En hög skuldsättning kan innebära problem även utan att bostadspriserna faller, i och med att hushållen blir känsligare för ränteförändringar. Se till exempel analysen kring de så kallade "kvar-att-leva-på"-kalkylerna i Finansiell stabilitet 2013:1, Sverige riksbank.

⁷ Se till exempel Mian och Sufi (2011). Jordà, Schularick och Taylor (2011) visar i en studie av kriser i 14 länder under perioden 1870-2008 att om uppgångsfasen kännetecknats av en kraftig kreditexpansion så tenderar krisen att bli djupare och återhämtningen att gå långsammare.

⁸ Notera att ett sådant scenario inte nödvändigtvis behöver leda till problem med den finansiella stabiliteten. Se exempelvis de stresstester som publiceras i Riksbankens finansiella stabilitetsrapporter.

⁹ Röntan är förstås inte heller det enda verktyget för att hantera den här typen av omständigheter, vilket diskuteras nedan.

■ kortsiktigt leder till lite lägre inflation och lite högre arbetslöshet. En särskilt svår situation uppstår om en svag realekonomisk utveckling gör att de kortsiktiga kostnaderna av att föra en mindre expansiv politik framstår som stora samtidigt som riskerna med kreditgivningen och på bostadsmarknaden ökar.

Låt oss summera: rent principiellt råder det inget tvivel om att Riksbanken enligt sitt mandat *får* ta hänsyn till risker förknippade med en snabb skuldökning bland hushållen. Sådana risker kan utgöra hot mot både makro- och inflationsstabiliteten. Att säga att Riksbanken inte har mandat att ta hänsyn till dessa risker framstår därför åtminstone för mig som märkligt. Som Bank of Englands chef Mervyn King har uttryckt det: "Monetary policy cannot just 'mop up' after a crisis. Risks must be dealt with beforehand. I do not see this as inconsistent with inflation targeting because it is the stability of inflation over long periods, not year to year changes, which is crucial to economic success."¹⁰ Motsvarande tankegångar finns i IMF:s så kallade artikel IV-konsultation för Sverige: "[I]f mortgage credit growth increases unsustainably, the Riksbank might have to raise the interest rate path relative to that warranted by short-run macroeconomic considerations alone."¹¹

Är det meningsfullt att försöka beakta riskerna med hushållens skuldsättning i penningpolitiken?

Om man funderar på att väga in risker med hushållens skuldsättning i penningpolitiken är det rimligt att man först tar ställning till ett antal specifika frågor.¹² Har reporäntan effekt på de variabler man vill påverka, bostadspriser och utlåning? Hur stora är egentligen riskerna med hushållens skuldsättning? Och slutligen, finns det andra verktyg till hands som är bättre lämpade att hantera dessa risker?

Svaren på de här frågorna är av stor betydelse för huruvida det är meningsfullt att försöka beakta riskerna med hushållens skuldsättning i penningpolitiken. Det är också i hög grad just dessa frågor som stötts och blötts i den allmänna debatten om penningpolitikens roll i det här sammanhanget. Jag tänkte därför diskutera dessa frågor i tur och ordning och förhållandevis utförligt.

Kan reporäntan påverka bostadspriser och utlåning?

Det är sannolikt så att effekten av en typisk förändring av styrräntan på bostadspriserna och utlåningen till hushållen i genomsnitt inte är så stor. Till bilden hör också att styrräntan är ett trubbigt verktyg för att påverka just bostadspriser och utlåning eftersom det är en ränta som gäller för hela ekonomin. Det är skälen till att andra mer riktade verktyg, så kallade makrotillsynsverktyg, uppfattas som lämpligare än styrräntan när det gäller att motverka den här typen av specifika obalanser.

Men rimligen är det så att effekten av styrräntan kan variera ganska mycket beroende på de omständigheter som för ögonblicket råder. I vissa lägen kan det förmodligen räcka med ganska begränsade höjningar för att exempelvis

¹⁰ King (2012), s. 12.

¹¹ IMF (2013), s. 3.

¹² Se till exempel Svensson (2012).

dämpa en alltför snabb uppgång på bostadsmarknaden, i synnerhet om centralbanken kombinerar dessa med en kommunikation som understryker att utvecklingen upplevs som oroande.¹³ Små räntehöjningar fungerar då mer som en konkret "påminnelse" om att centralbanken är oroad över utvecklingen men det är snarare kommunikationen i sig själv som ger de dämpande effekterna. Effekterna på resten av ekonomin behöver då inte heller bli speciellt stora. Att kommunikationen kring penningpolitiken kan spela en central roll i detta sammanhang poängteras av bland andra Mark Carney, chef för Kanadas centralbank och tillträdande chef för Bank of England: "[P]rivate agents may choose to accumulate less debt if they understand that a broad-based buildup of debt is likely to cause the central bank to raise interest rates."¹⁴

Penningpolitiken expansiv

Det borde vara ganska uppenbart att det är just en sådan "signaleringsstrategi" som Riksbanken använt sig av. Penningpolitiken efter krisen har inte handlat om att med skyhöga räntor till varje pris knäcka en uppgång i utlåningen och bostadspriserna. Det vi har försökt göra är att hitta en lämplig avvägning för att kunna ge stöd till återhämtningen utan att samtidigt "gasa alltför mycket", för att åtminstone på marginalen bidra till en lugnare utveckling när det gäller bostadspriserna och utlåningen till hushållen. Det kan ju knappast hävdas att den politik Riksbanken fört under återhämtningen efter krisen varit åtstramande eller att nuvarande nivå på styrräntan inte bidrar till att sätta fart på den ekonomiska aktiviteten.

Jag tycker också att det i det här sammanhanget kan vara värt att ta intryck av hur debatten ser ut på det internationella planet. Även om den gängse uppfattningen är att makrotillsynsinstrument normalt är att föredra för att motverka den här typen av obalanser finns samtidigt en i allra högsta grad levande debatt om vilken roll styrräntan bör spela i sammanhanget.¹⁵ Där räknar man definitivt inte med att räntan är helt ineffektiv och betydelselös och, som man brukar säga, "juryen är fortfarande ute".

Ett tveksamt kontrafaktiskt experiment

Jag skulle vilja ge ett exempel från den svenska debatten där jag menar att man tagit för lätt på penningpolitikens möjligheter att påverka förväntningarna. Som jag nämnde tidigare har det förts fram ett argument om att upp till 60 000 fler personer skulle ha varit sysselsatta om Riksbanken efter krisen fört en annan politik än den faktiskt gjort och i stället hållit räntan kvar på de 0,25 procent som den sänktes till i juli 2009.¹⁶

När Riksbanken började höja räntan i mitten av 2010 var läget sådant att den svenska ekonomin förvånansvärt snabbt hade återhämtat sig från krisen. Tillväxten var rekordsnabb, cirka 6 procent för första kvartalet i uppräknad årstakt, och i stort sett alla indikatorer på den ekonomiska aktiviteten pekade uppåt. Utlåningen till hushållen, som före krisen hade ökat med tvåsiffriga tal i årlig förändring, hade visserligen börjat utvecklas något lugnare men

¹³ Notera att det ibland också kan handla om att avstå från att sänka räntan när detta i annat fall hade varit motiverat.

¹⁴ Carney (2013), s. 18.

¹⁵ Se till exempel Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), Carney (2013) och Stein (2013). Woodford (2012) menar att detta är ett område där våra kunskaper behöver fördjupas men att det utifrån det rådande kunskapsläget inte finns skäl att räkna bort styrräntan.

¹⁶ Svensson (2013c). Man kan även ha andra, mer tekniska synpunkter på denna beräkning; se Penningpolitiskt protokoll april 2013.

■ kreditökningen låg fortfarande på 9 procent, betydligt över ökningen i hushållens inkomster. Inflationstakten enligt KPIF var samtidigt nära 2 procent.

Att i ett sådant läge deklarerar att räntan inte kommer att höjas utan ligga kvar på 0,25 procent under överskådlig tid har jag svårt att uppfatta som ett realistiskt alternativ. De förväntningar detta skulle ha skapat hos hushållen och på kredit- och bostadsmarknaderna tror jag hade blivit väldigt svåra att hantera. En sådan politik kan vara lämplig för att försöka "kickstarta" en hårt krisdrabbad ekonomi där bostadspriserna redan fallit och hushållen håller på att försöka minska sina skulder. Men för länder som inte är i ett sådant läge, och där skuldsättningen och bostadspriserna alltså är höga och ökande, framstår det inte som realistiskt.

Hur stora är riskerna med hushållens skuldsättning?

Låt mig så gå över till nästa fråga, den som handlar om hur stora riskerna egentligen är med hushållens skuldsättning i Sverige.

Det är riktigt att det finns skattningar som tyder på att bostadsmarknaden i Sverige inte är övervärderad. Vissa av dessa skattningar har Riksbanken själv gjort. Därmed skulle den höga skuldsättningen hos hushållen kanske inte heller utgöra ett så stort problem. Men det finns också skattningar som tyder på en viss övervärdering.¹⁷ Och när så mycket står på spel finns det, som jag ser det, goda skäl till att vara extra försiktig.

När allt kommer omkring var det ju inte så att motsvarande skattningar före krisen visade på några överhängande problem i de länder som nu drabbats så hårt. Som Stefan Gerlach, vice centralbankschef på Irland, nyligen konstaterade är det alltid lätt att få stöd för uppfattningen att bostadspriserna just i dagsläget är rätt värderade – även om detta i själva verket bara kort tid senare visar sig helt felaktigt.¹⁸ På Irland var uppfattningen strax före krisen att bostadspriserna inte var onormalt höga och att bankerna var stabila och välkonsoliderade. Jag är övertygad om att det också var så man såg på läget i de flesta länder, där man nu råkat illa ut.¹⁹

Storleken på hushållens förmögenheter verkar heller inte ha haft någon avgörande betydelse för hur krisen slagit. Bland de länder som drabbats hårdast återfinns länder med både starkare och svagare förmögenhetsställning än Sverige (se figur 8). Förklaringen till att en stark förmögenhetsställning inte nödvändigtvis ger ett fungerande skydd är sannolikt att en stor del av förmögenhetsmassan har låg likviditet och därför endast i begränsad utsträckning kan användas som en buffert i kristider. Detta gäller särskilt om krisen för med sig ett fall i bostadspriserna. En hög förmögenhet är alltså ingen garanti för att undvika problem, utan den bästa strategin är givetvis att försöka förhindra att en kris över huvud taget uppkommer.

¹⁷ För en omfattande genomgång av värderingen på den svenska bostadsmarknaden, se Sørensen (2013). Där dras följande slutsats (s. 71-72): "[A] cautious reading of the evidence gives reason to expect downward pressure on Swedish real house prices in the years to come. And if the Swedish economy were to be hit by a large negative shock, the downward adjustment of house prices could become more rapid than the analysis ... would suggest."

¹⁸ Se Dagens Industri (2013b).

¹⁹ Bernanke (2010) beskriver de svårigheter man hade inom Federal Reserve att avgöra om bostadsmarknaden i USA var övervärderad eller inte.

■ Det kan förstås vara så att vi i Sverige faktiskt skiljer ut oss – att vi faktiskt är annorlunda. Men jag är skeptisk till det. Att lita på att så är fallet är, som jag ser det, att ta en stor risk. När det nu har visat sig att kostnaderna i många länder blivit så enorma landar åtminstone jag i slutsatsen att det finns skäl att försöka minska riskerna för att vi också hamnar där, även om en det kanske inte är den mest sannolika utvecklingen. Som jag redan varit inne på handlar penningpolitik mycket om att hantera risker. Jag har hittills inte upplevt att de kortsiktiga vinsterna av en lite mer expansiv politik är tillräckliga för att kompensera för de förluster som hotar att uppstå framöver i ett riktigt dåligt scenario.²⁰ Men, återigen, det handlar om en avvägning och den kan också förändras över tiden. Den politik vi bedrivit har trots allt varit expansiv och i huvudsak handlat om att skicka signaler om att utvecklingen oroar. Någonstans blir "försäkringspremien" för stor, men jag tycker inte att den kan sägas ha blivit det än så länge.

Finns bättre instrument än reporäntan redan tillgängliga?

Den tredje frågan handlar om tillgången till andra verktyg än reporäntan för att hantera riskerna. De som är kritiska till att använda reporäntan menar att det redan finns andra och bättre lämpade instrument att tillgå.

Jag tycker den här kritiken är lite märklig och tar ut saker och ting i förskott. Den verkar förutsätta att det redan finns ett ramverk för makrotillsyn på plats i Sverige, där det klart framgår vilka instrument som ska användas och av vem. Anta att Riksbanken exempelvis, som i det kontrafaktiska experiment jag nämnde tidigare, hade hållit styrräntan kvar på 0,25 procent fram till idag, och att detta hade lett till att utlåningen till hushållen och bostadspriserna återigen hade börjat öka kraftigt. Hade det då verkligen varit uppenbart hur detta skulle ha hanterats och av vem? Med tanke på hur riskerna på detta område tillåtit växa i Sverige de senaste 15 åren eller så betvivlar jag att detta hade varit fallet.

Jag tror alltså dessvärre att vi är ganska långt ifrån en tillfredsställande situation. Jag är rätt övertygad om att en förutsättning är att ansvarsförhållandena först blir väl specificerade och att det finns tydliga riktlinjer för vad som ska göras. Men hur ett ramverk för makrotillsynen ska se ut är ju något som för närvarande utreds. Den så kallade finanskriskommittén har kommit med ett delbetänkande som nyligen varit ute på remiss. Men någon färdig lösning kommer sannolikt inte vara på plats i brådskatet.

Olika syn på makrotillsynens uppgifter

Att döma av remissvaren på finanskriskommitténs delbetänkande råder det dessutom ganska delade meningar om vilken roll makrotillsynen ska spela när det gäller att hantera den utveckling som Riksbanken har försökt hantera de senaste åren. Det finns en risk för att en överdriven skuldsättning kan resultera i en påfallande svag makroekonomisk utveckling, utan att stabiliteten i banksystemet är hotad. Vissa remissinstanser menar att makrotillsynen inte har någon roll att spela för att minska sådana risker, såvida dessa inte utgör ett

²⁰ Liknande tankar finns i till exempel Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), s. 7: "[G]iven what we have learned about the costs of inaction, higher type I errors (assuming that it is a bubble and acting accordingly, when in fact the increase reflects fundamentals) in exchange for lower type II errors (assuming the increase reflects fundamentals, when in fact it is a bubble) may well be justified."

tydligt hot mot stabiliteten i banksystemet.²¹ Med en sådan lösning är det uppenbart att penningpolitiken inte skulle få det stöd från makrotillsynen som krävs för att den inte längre ska behöva "luta sig mot vinden". Mitt intryck är att makrotillsynen ofta förutsätts fokusera på just stabiliteten i banksystemet. Detta gör att risker på kredit- och bostadsmarknaderna som inte uppenbart hotar banksystemet men ändå kan ge stora makroekonomiska problem riskerar att, så att säga, hamna mellan stolarna.

Det finns alltså en del kvar att utreda och fatta beslut om innan ett fungerande ramverk för makrotillsynen är på plats. Mitt intryck är att vi jämfört med många andra länder har hamnat lite på efterkälken. Tyvärr, får man säga, eftersom läget i Sverige, som jag konstaterade tidigare, snarast är lite känsligare än på många andra håll där bostadspriserna redan fallit och hushållen på ett mer omfattande sätt börjat amortera av sina skulder.

Väl i linje med den internationella diskussionen

En sak som jag tycker är viktig att betona – och som inte alltid framgår klart i den svenska debatten – är att Riksbankens ambition att väga in risker med hushållens skulder och på bostadsmarknaden är väl i linje med den diskussion som internationellt har börjat föras efter finanskrisen. Riksbankens sätt att resonera, och den politik vi bedrivit, är alltså inte något udda och märkligt, utan snarare något som ligger väl i tiden.

Det finns till och med fog för att hävda att Riksbanken var en av de centralbanker som tidigast lyfte fram den här typen av risker. Relativt långt innan den globala finanskrisen bröt ut var utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna ett ganska hett ämne på Riksbankens penningpolitiska agenda.²² Sverige brukar också räknas som ett av de få länder som i praktiken tillämpat en politik som i varje fall i någon mån "lutat sig mot vinden".²³

Den dominerande uppfattningen före krisen var att centralbankerna inte aktivt skulle försöka motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser men agera kraftfullt om en kris väl inträffat. I stället för att "luta sig mot vinden" skulle de med andra ord nöja sig med att "städa upp efteråt" – de skulle "clean but not lean". Att försöka agera förebyggande uppfattades som för svårt och för kostsamt, samtidigt som man inte räknade med att det skulle vara särskilt problematiskt att snabbt städa upp efter en kris.

Efter krisen – större vikt vid förebyggande åtgärder

Det råder ingen tvekan om att synen har ändrats en hel del efter finanskrisen.²⁴ I många länder visade sig, som jag redan varit inne på, kombinationen av högt skuldsatta hushåll och ett fall på bostadsmarknaden bli inledningen på en period med svag efterfrågan, hög arbetslöshet och urholkade statsfinanser – problem som man på flera håll alltså brottas med.

²¹ Riksgälden (2013) skriver till exempel i sitt remissvar att det med den lösning de förespråkar inte skulle "gå att motivera några makrotillsynsåtgärder utifrån slutsatsen att riskerna med dagens skuldsättning hos svenska hushåll i första hand är att betrakta som ett efterfrågerelaterat problem (snarare än som ett problem för banksystemet)." (s. 2)

²² Se till exempel Nyberg (2005), Ingves (2007) och Heikensten (2008).

²³ Se till exempel Mishkin (2007) och Cagliarini, Kent och Stevens (2010).

²⁴ Se till exempel Committee on International Economic Policy and Reform (2011) och Mishkin (2011).

■ Att städa upp efteråt visade sig vara betydligt svårare än vad man hade räknat med. En lärdom av krisen är därför att man i mycket högre grad måste agera förebyggande och försöka motverka en utveckling med snabbt stigande skulder och bostadspriser. Hur man bäst ska göra detta är något som man idag funderar på runt om i världen.

Det är viktigt att inse att utgångsläget för den diskussionen är lite olika i olika länder. I länder som redan träffats hårt av krisen har, så att säga, det som inte fick hända redan hänt. Där måste man fundera på hur man ska förhindra en upprepning, men eftersom bostadspriserna redan fallit och hushållens redan börjat minska sin skuldsättning framstår läget inte som akut. Man har med andra ord lite tid på sig att hitta sätt att förebygga nästa kris.

I Sverige är läget ett annat. Här har vi inte haft något märkbart prisfall på bostäder samtidigt som hushållens skulder är höga, både i ett internationellt och i ett historiskt perspektiv. Det vi har att fundera på är hur vi ska försöka minska risken för att vi hamnar i det läge många andra hamnat i. I den meningen är läget här lite mer brådskande och lite mer känsligt. Ett liknande läge har man i till exempel Norge och Kanada.

Makrotillsyn – men även roll för styrräntan

Huvudspåret i den internationella diskussionen är att finansiella obalanser i första hand ska förebyggas genom åtgärder inom det nya politikområde som kallas makrotillsyn. Men som jag redan varit inne på är styrräntan för den skull ingalunda avförd från dagordningen.

Ett uppenbart skäl till detta är att makrotillsynen ännu inte är på plats i särskilt många länder och i den mån det finns en makrotillsyn så har den oftast ännu inte prövats i praktiken – den är helt enkelt ett alltför nytt politikområde.²⁵ Styrräntan är därför på många håll än så länge ett av få instrument som i praktiken finns att tillgå.

Men det pågår också en diskussion internationellt om att styrräntan kan ha en roll att spela, även när makrotillsynen är på plats.²⁶ Ett skäl är att det mycket väl kan visa sig svårt att utforma ett system för makrotillsyn som fungerar tillräckligt effektivt och som uppfinningsrika marknadsaktörer inte kan kringgå. Räntan är visserligen ett trubbigt instrument eftersom den slår brett i ekonomin. Men samtidigt kan detta vara en styrka jämfört med makrotillsynsverktyg just eftersom det är svårt att "komma undan" en räntehöjning. Jeremy Stein vid den amerikanska centralbankens, Federal Reserve, Board of Governors har uttryckt det som att penningpolitikens fördel är att den, likt en effektiv målarfärg, "kryper in i alla sprickor".²⁷ Det är också värt att påpeka att man i länder som Norge och Kanada är ganska explicit

²⁵ Woodford (2012) som utvecklar en teoretisk modell för hur finansiella stabilitetshänsyn kan införlivas i inflationsmålspolitik noterar exempelvis: "[I]t cannot be claimed that such tools already exist and have proven their effectiveness, so that there is no ground at present to dismiss the relevance of financial stability considerations for monetary policy deliberations." (s. 22).

²⁶ Se till exempel Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), Carney (2013) och Stein (2013).

²⁷ Stein (2013), s. 17. Riksbanken har också lyft fram detta argument i olika sammanhang, se till exempel Nyberg (2011).

med att styrräntan har en roll att spela i sammanhanget – och detta trots att man där har kommit längre på makrotillsynsområdet än vad vi har gjort.²⁸

Var vi till slut kommer att landa i den här frågan återstår att se. Min egen uppfattning är att vi nog inte kommer att kunna ha en helt strikt arbetsfördelning mellan penningpolitik och makrotillsyn, och att styrräntan inte helt kan räknas bort som ett verktyg för att motverka finansiella obalanser. Det kommer sannolikt alltid att uppstå lägen då makrotillsynen behöver stöd från en penningpolitik som åtminstone i viss utsträckning "lutar sig mot vinden". Men några säkra svar har vi ännu inte och jag tror att det är klokt att hålla alla dörrar öppna.

Ett formativt skede

Låt mig så avrunda. Det är ingen tvekan om att vi internationellt är inne i vad man skulle kunna kalla ett formativt skede när det gäller den makroekonomiska politiken i stort och penningpolitiken i synnerhet. Det är ingen slump att vi träffas här idag under temat "Vägval för penningpolitiken" eller att IMF och andra organisationer anordnar konferenser om hur vårt tänkande kring den makroekonomiska politiken bör ändras och att sessionerna om penningpolitiken har titlar som "Många mål, många instrument – var står vi idag?".²⁹

Det är heller ingen större tvekan om färdriktningen. Finanskrisen gjorde tydligt att betydligt mer möda måste ägnas åt att försöka förebygga obalanser och hantera risker på kredit- och bostadsmarknaden. Att centralbankerna kommer att spela en viktig roll i detta arbete är också ganska uppenbart. Redan idag står klart att penningpolitiken inte kommer att bedrivas på exakt samma sätt som före krisen – när styrräntan i princip sattes med hänsyn till den kortsiktiga konjunkturutvecklingen, och när man tog den finansiella stabiliteten mer eller mindre för given. En uppenbar lärdom är att finansiella obalanser måste tas på allvar och att centralbankens analys och modellarbete behöver utvecklas för att ta hänsyn till detta. Jag tror också att analysen av risker kommer att bli mer central och att "robust" penningpolitik kommer att diskuteras mer än tidigare och "optimal" penningpolitik mindre.³⁰ Centralbankernas operationella penningpolitiska ramverk kommer också troligtvis att framöver vara både lite mer flexibla och lite mer komplexa än de var tidigare.

Samtidigt är det viktigt att inte "kasta ut barnet med badvattnet". Framför allt får vi inte äventyra förankringen av de långsiktiga inflationsförväntningarna – att vi fått ett trovärdigt nominellt ankare. Det handlar alltså i mångt och mycket om att göra justeringar i det befintliga ramverket snarare än att börja om från början.

Exakt var den här processen till slut kommer att landa, och hur centralbankernas verksamhet kommer att se ut mer i detalj om, säg, tjugo år vet vi inte idag. Vad vi med säkerhet kan säga är att diskussionen om

²⁸ Se till exempel Bank of Canada (2012). I en fördjupning om den konjunkturcykliska kapitalbufferten skriver Norges Bank: "The countercyclical buffer will strengthen the resilience of the banking sector during an upturn. It may also, to some extent, counteract the build-up of financial imbalances, but the effect is uncertain. Thus, Norges Bank cannot disregard taking financial imbalances into consideration when setting the key policy rate." Se Norges Bank (2013) s.23.

²⁹ Se till exempel IMF:s konferens "Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons", Washington DC, 16-17 april 2013, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/>.

³⁰ Se vidare Jansson (2012).

- penningpolitiken och centralbankernas verksamhet kommer att vara intensiv de närmaste åren, både på hemmaplan i enskilda länder och internationellt. Det är viktigt att den diskussionen är förutsättningslös och nyanserad och förs i god och positiv anda. Då ökar förutsättningarna att den mynnar ut i kloka och hållbara lösningar.

Referenser

Bank of Canada (2012), Bank of Canada maintains overnight rate target at 1 per cent. Pressmeddelande 23 oktober.

Bernanke, Ben S. (2010), Letter to the Financial Crisis Inquiry Commission, 21 december. Tillgänglig via: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2010-12-21%20B%20Bernanke%20ltr%20to%20Angelides%20and%20Thomas%20re%20FOMC%20information.pdf

Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni och Mauro, Paolo (2013), Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. IMF Staff Discussion Note 13/03, International Monetary Fund.

Cagliarini, Adam, Kent, Christopher och Stevens, Glenn (2010), Fifty Years of Monetary Policy: What Have We Learned? I Kent, Christopher och Robson, Michael (red) *Reserve Bank of Australia 50th Anniversary Symposium. Proceedings of a conference held in Sydney on 9 February 2010*. Reserve Bank of Australia.

Carney, Mark (2013), Monetary Policy After the Fall. Anförande vid University of Alberta 1 maj 2013. Bank of Canada.

Committee on International Economic Policy and Reform (2011), *Rethinking Central Banking*. Brookings Institution, Washington.

Dagens Industri (2013a), Assar Lindbeck röstar med Riksbankens minoritet, artikel 18 februari, tillgänglig via: <http://www.di.se/#!/artiklar/2013/2/18/assar-lindbeck-rostar-med-riksbankens-minoritet/?flik=senaste>

Dagens Industri (2013b), Bankchef varnar Sverige för bopriserna, artikel 21 maj, tillgänglig via: <http://www.di.se/#!/artiklar/2013/5/21/bankchef-varnar-sverige-for-bopriserna/>

Goodhart, Charles och Rochet, Jean-Charles (2011), *Utvärdering av Riksbankens arbete med penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010*. Rapporter från riksdagen 2010/11:RFR5. Finansutskottet, Sveriges riksdag.

Heikensten, Lars (2008), More To It than Just 'Leaning Against the Wind'. Artikel i *Financial Times*, 5 juni 2008.

IMF (2013), Sweden – 2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission. Stockholm, 31 maj, 2013.

Ingves, Stefan (2007), Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank. I *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Jackson Hole Symposium Conference Proceedings, 433-443, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Jansson, Per (2012), Min syn på inflationsmålspolitiken. Anförande vid Karlstad universitet 11 oktober, Sveriges riksbank.

Jordà, Òscar, Schularick, Moritz HP. och Taylor, Alan M. (2011), When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises. *NBER Working Paper Series*, nr 17621. National Bureau of Economic Research

King, Mervyn (2012), Twenty Years of Inflation Targeting. The Stamp Memorial Lecture. Anförande vid London School of Economics, 9 oktober 2012.

■ Mian, Atif och Sufi, Amir (2011), Consumers and the Economy, Part II: Household Debt and the Weak U.S. Recovery. *FRBSF Economic Letter*, January 18. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Mishkin, Frederic S. (2007), Housing and the Monetary Transmission Mechanism. I *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Jackson Hole Symposium Conference Proceedings, 359-413, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Mishkin, Frederic S. (2011), Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis. NBER Working Paper Series, nr 16755. National Bureau of Economic Research.

Norges Bank (2013), *Monetary Policy Report with financial stability assessment*. 1/13 March.

Nyberg, Lars (2005), Husprisutvecklingen och penningpolitiken. Anförande vid Evli Bank, Stockholm, 19 december. Sveriges riksbank.

Nyberg, Lars (2011), Penningpolitik och finansiella kriser – några reflektioner. Anförande vid Danske Bank, Stockholm, 21 december. Sveriges riksbank.

Riksgälden (2013), remissvar på SOU 2013:6 Att förebygga och hantera finansiella kriser – delbetänkande från Finanskriskommittén.

Svensson, Lars E.O. (2012), Penningpolitik, skulder och arbetslöshet. Anförande vid SNS, Stockholm 14 november, Sveriges riksbank.

Svensson, Lars E.O. (2013a), Penningpolitik och sysselsättning: penningpolitiken alltför stram. Anförande på LO, Stockholm 13 januari, Sveriges riksbank.

Svensson, Lars E.O. (2013b), The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target. Working Paper. www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2013c), Reservation mot redogörelse för penningpolitiken 2012. Protokollsbilaga B, Direktionens protokoll 19 mars, Sveriges riksbank.

Söderström, Ulf och Vredin, Anders (2013), Inflationen, arbetslösheten och penningpolitiken. Ekonomiska kommentarer Nr 1 2013, Sveriges riksbank.

Sørensen, Peter Birch (2013), The Swedish Housing Market: Trends and Risks. Rapport till Finanspolitiska rådet 2013/5.

Woodford, Michael (2012), Inflation Targeting and Financial Stability, *Penning- och Valutapolitik*, 2012:1. Sveriges riksbank.

Figur 1. KPI

Årlig procentuell förändring

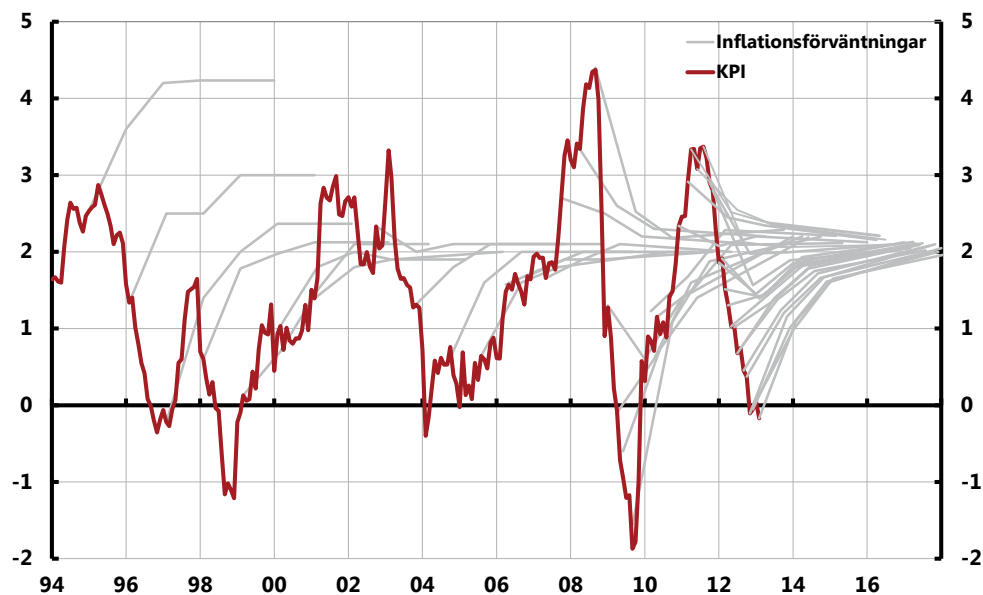


Anm. KPI-inflationen avser ej realtidsdata utan är beräknad med nuvarande metod. Genomsnittet för perioden från och med 1995 är därför en tiondels procentenhet lägre än med realtidsdata.

Källor: SCB och Riksbanken

Figur 2. Faktisk och förväntad inflation

Procent

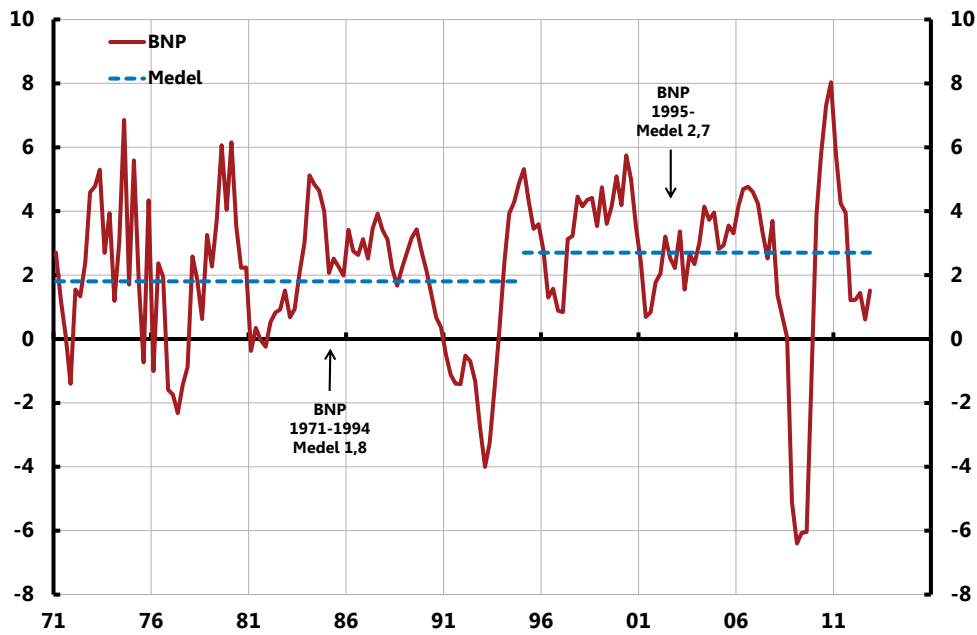


Anm. Inflationen avser KPI. Inflationförväntningarna kommer från Prosperas enkätfrågor till marknadsaktörer

Källor: SCB och TNS SIFO Prospera

Figur 3. BNP-tillväxt

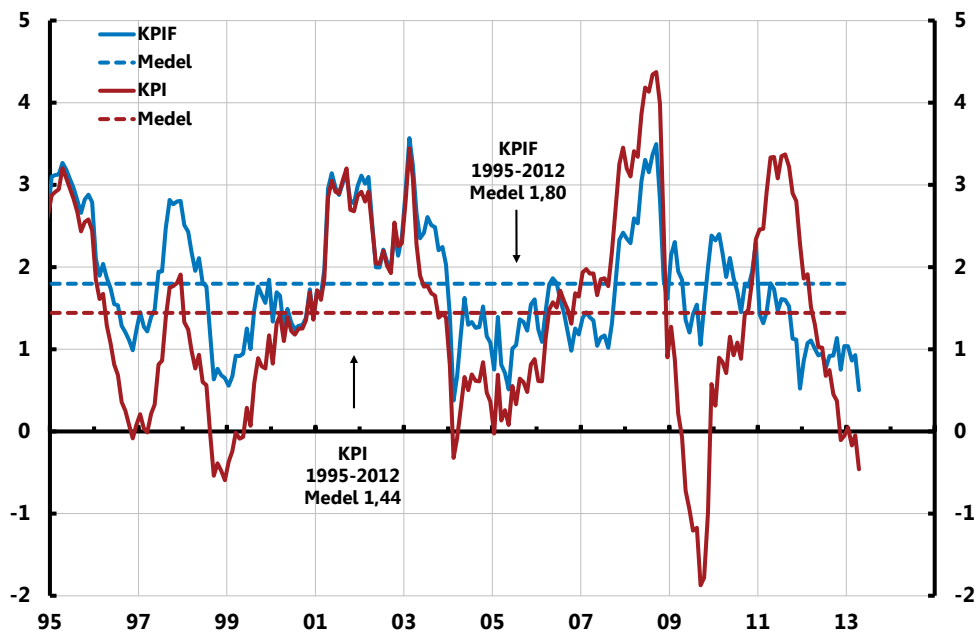
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Källa: SCB

Figur 4. KPI och KPIF

Årlig procentuell förändring

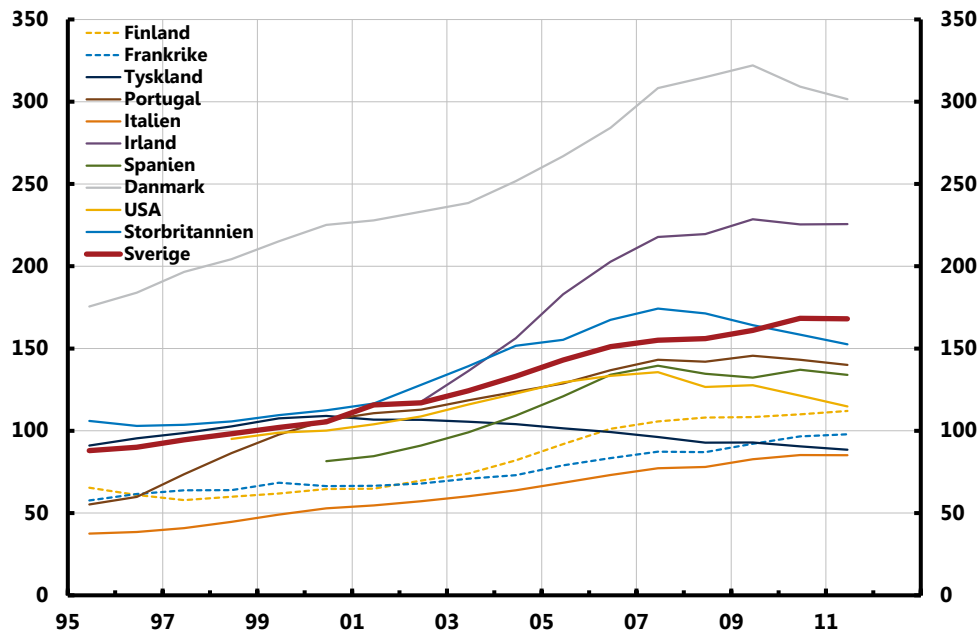


Anm. Realtidsdata på månadsfrekvens, januari 1995 – april 2013.

Källor: SCB och Riksbanken

Figur 5. Hushållens skuldkvot

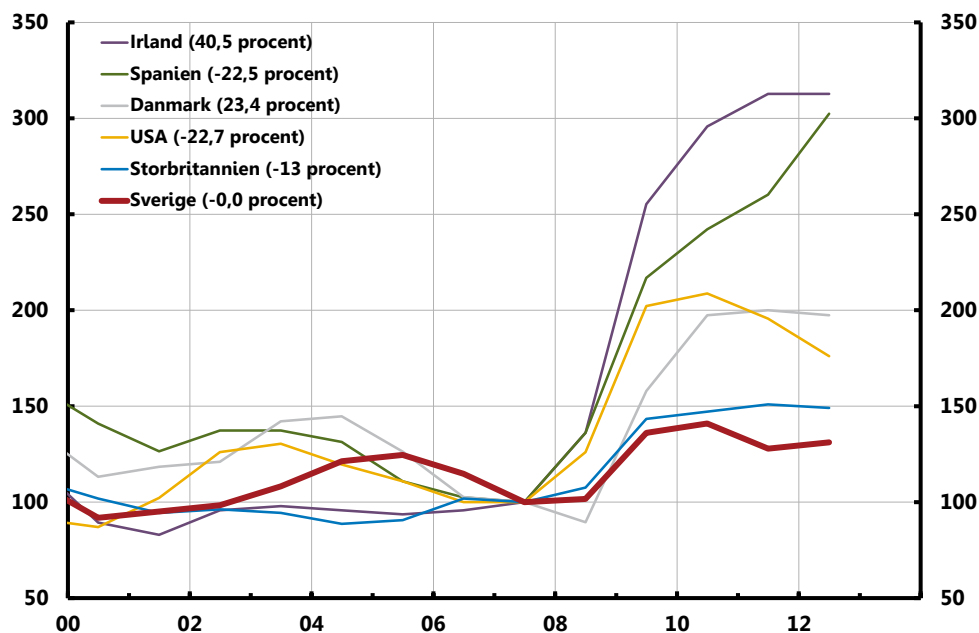
Skuld i procent av disponibel inkomst



Källa: OECD

Figur 6. Arbetslöshet

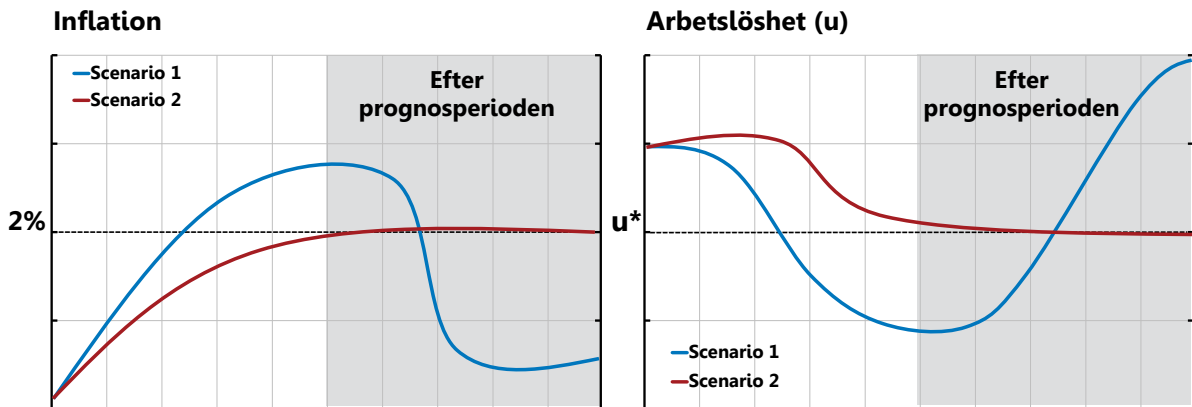
Arbetslösa som andel av arbetskraften, index, 2007 = 100



Anm. Siffrorna inom parentes avser nedgången i reala bostadspriser från topp till botten.

Källa: OECD

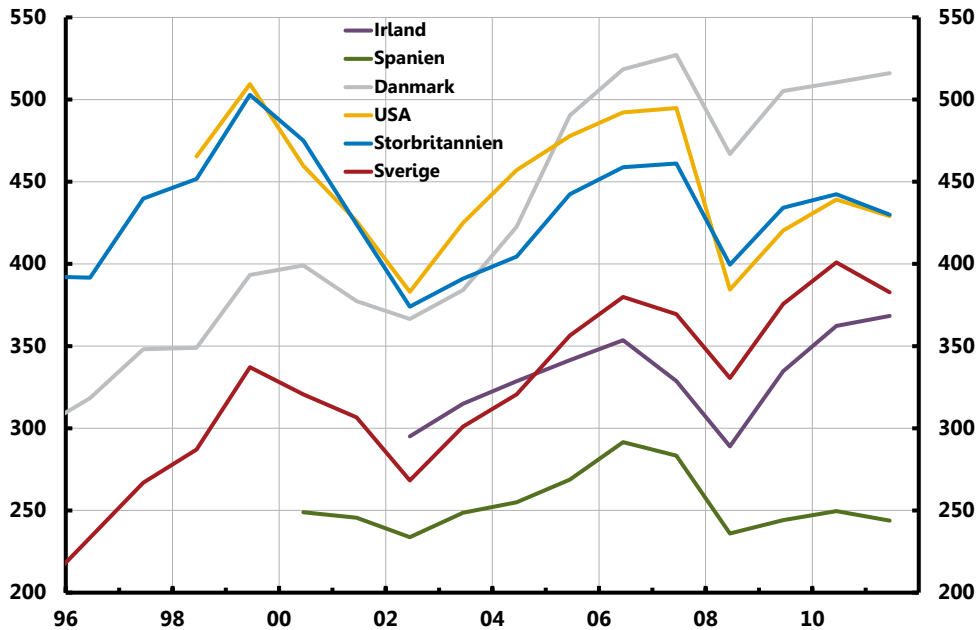
Figur 7. Inget nytt mål för penningpolitiken



Långsam anpassning till inflationsmål och långsiktigt stabil utveckling
 Snabb anpassning till inflationsmål men uppbyggnad av obalans som korrigeras

Figur 8. Hushållens totala finansiella tillgångar

Andel av disponibel inkomst, procent



Källa: OECD