



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2012-08-21
TALARE: Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick
PLATS: Danske Bank, Stockholm

■ Ett avstamp inför det penningpolitiska mötet i september

Det har blivit något av en tradition att en av oss från Riksbankens direktion i slutet av augusti håller ett tal om det aktuella ekonomiska läget och går igenom den ekonomiska utvecklingen under sommaren. Jag tycker det är en tradition som är värd att hålla vid liv. Visserligen är det sannolikt få här idag som helt kan koppla bort omvärlden under semestern. Vi håller nog ett vakande öga på nyhets- och statistikfloran även då. Men även om många av oss följer den ekonomiska nyhetsbevakningen under sommaren tror jag det kan vara nyttigt att göra en uppsummering av vad som hänt. På så vis får man en överblick och kan ta avstamp inför höstens arbete.

En naturlig startpunkt för mig är bedömningen av den ekonomiska utvecklingen som Riksbanken redovisade i den penningpolitiska rapporten i början av juli. Jag tänkte därför kort gå igenom den bedömningen och hur jag själv resonerade vid räntebeslutet i juli. Efter det ska jag försöka sammanfatta utvecklingen sedan dess. Mycket har givetvis handlat om krisen i euroområdet, men det har även kommit in en del intressant statistik. Jag kommer också kort att beröra den pågående diskussionen om Libor och Stibor eftersom även den präglats rapporteringen under sommaren.

Jag har valt att kalla det här ett "avstamp" inför det penningpolitiska mötet i september. Syftet med det är inte att leda tankarna till atletiska bedrifter, vilket kanske är lätt hänt med bilderna från OS i London fortfarande på näthinnan. Det jag vill indikera är att det handlar om en uppdatering av läget i starten på en process, för Riksbankens del en process som kommer att leda fram till en ny samlad ekonomisk bedömning. Det är alltså inte en sådan bedömning jag presenterar idag. Den kommer först i samband med nästa penningpolitiska möte den 5 september.

Bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli

Stor osäkerhet om den framtida utvecklingen

Den kanske svåraste frågan vi hade att ta ställning till vid det senaste penningpolitiska mötet var hur en oväntat stark svensk utveckling under

inledningen av året skulle ställas mot en ökad oro för en sämre utveckling i euroområdet. Då vi i direktionen samlades i juli hade oron för krisen i euroområdet ökat på finansmarknaderna och utsikterna för tillväxten i Sverige hade på det sättet försämrats. Osäkerheten om den framtida utvecklingen var mycket stor. Det pågick arbete med att komma tillrätta med problemen i euroområdet. Men det var också uppenbart att det var mycket kvar att göra innan långsiktigt hållbara lösningar skulle finnas på plats.

Risker i euroområdet – fokus på Grekland och Spanien

Grunden till oron på de finansiella marknaderna var givetvis den statsfinansiella situationen och problemen i banksektorn i euroområdet. Att oron hade ökat under våren var framförallt kopplat till utvecklingen i Grekland och Spanien. Situationen efter parlamentsvalet i Grekland i maj spädde på spekulationerna om att landet skulle gå ur eurosamarbetet. Efter ett omval i mitten av juni kunde de grekiska partier som stöder besparingsprogrammet visserligen bilda en ny regering. Men det var fortfarande osäkert om den skulle kunna genomföra tillräckliga åtgärder.

Spanien fortsatte samtidigt att brottas med sina offentliga finanser och räntorna på landets statsobligationer steg. Problemen i den spanska banksektorn blev också mer akuta. I juni annonserade eurogruppen ett lånelöfte på upp till 100 miljarder euro för att göra det möjligt att höja kapitaltäckningen i de spanska bankerna, och den spanska regeringen ansökte formellt om stöd. Den ökade oron för situationen i Spanien gjorde också att Italien och landets stora statsskuld fick större uppmärksamhet.

I slutet av juni, alltså precis innan vårt penningpolitiska möte, beslutade Europeiska rådet om ett antal åtgärder för att stabilisera situationen i euroområdet på kort sikt. Fokus var på hur stödfonderna EFSF och så småningom ESM ska kunna användas. Till exempel skapades möjligheten att använda stödfonderna för att rekapitalisera banksystem direkt, alltså utan att belasta ett lands statsskuld. På så vis skulle en länk mellan kreditvärdigheten i banker och i länder kunna brytas. Då vi samlades för att fatta beslut om reporäntan den 3 juli var det osäkert vilken effekt åtgärderna skulle få och om de var tillräckliga.

Krishantering men bestående oro under en längre period

Jag tyckte själv att det var svårt att värdera överenskommelsen i Europeiska rådet och andra beslut som under våren fattats för att förbättra situationen i euroområdet. Som jag konstaterade på det penningpolitiska mötet så måste man bedöma det som pågår både ur ett kortsiktigt och ur ett långsiktigt perspektiv. På kort sikt behövs åtgärder som snabbt tar euroområdet ur den akuta krisen så att problemen i Grekland och Spanien får trovärdiga lösningar och spridningseffekterna begränsas. Samtidigt behövs långsiktiga åtgärder som gör länderna mindre sårbara för framtida kriser. Förtroendet för euron och valuta-unionen behöver också stärkas. Detta kräver sannolikt ett utökat samarbete inom euroområdet kring såväl finanspolitiken som banktillsynen och hanteringen av banker i kris, och sådana lösningar tar tid att införa.

Även om risken för en betydligt sämre utveckling i euroområdet alltså hade ökat under våren tyckte vi i direktionen att det var rimligt att anta att krisen i södra Europa kommer att hanteras så att den akuta fasen successivt klingar av

och långsiktigt hållbara lösningar så småningom kommer på plats. Prognoserna som presenterades i den penningpolitiska rapporten var alltså gjorda under det antagandet. Men vi poängterade samtidigt att utmaningarna är stora och att det kommer att krävas ytterligare insatser från regeringar och centralbanker. Att komma till rätta med höga offentliga skulder, problem i banksektorn och svag konkurrenskraft tar som sagt tid. Vi gjorde därför också bedömningen att oron och osäkerheten kring utvecklingen i euroområdet kommer att finnas kvar och avta först under 2013.

Stark inledning på året men svensk ekonomi skuggades av orosmolnen i Europa

Samtidigt som orosmolnen hopades i södra Europa under våren kunde vi också konstatera att den svenska ekonomin utvecklats starkare än väntat under inledningen av året. Konsumtionen och investeringarna hade ökat relativt kraftigt samtidigt som arbetslösheten hade varit lägre än väntat. Men vår bedömning var ändå att effekterna av den ökade finansiella oron i omvärlden under våren kommer att dämpa utvecklingen av den svenska ekonomin framöver.

Ett av skälen till det var en försvagning av efterfrågan i omvärlden. Vi bedömde att efterfrågan på svenska exportmarknader bara kommer att öka med knappt 1,5 procent i år, framförallt beroende på en svag utveckling för euroområdet. Ett annat skäl till att vi såg framför oss en dämpning av den svenska konjunkturen var att den ökade finansiella oron kommer att sänka stämningläget hos svenska hushåll och företag och på så vis påverka utvecklingen av konsumtionen och investeringarna negativt. Men samtidigt gjorde vi bedömningen att dämpningen av konjunkturen kommer att mildras av att svensk ekonomi har god konkurrenskraft, sunda offentliga finanser och motståndskraftiga banker.

Vår prognos var att BNP-tillväxten i Sverige kommer att vara svag under en tid framöver och att arbetslösheten stiger något. I takt med avtagande oro i euroområdet under nästa år kommer konjunkturen sedan att stärkas, arbetslösheten minska igen och resursutnyttjandet bli högre. Inflationen kommer då samtidigt att stiga efter att ha varit nedpressad av ett lågt kostnadstryck och en förstärkning av kronan efter finanskrisen 2008–2009.

Fortsatt låg reporänta för att stimulera ekonomin

När det gällde penningpolitiken bedömde vi att den behöver vara expansiv för att stödja konjunkturen och för att ge en inflation i linje med målet på 2 procent. Vi beslutade därför att behålla reporäntan på 1,5 procent och gjorde bedömningen att reporäntan behöver vara kvar på ungefär den låga nivån i drygt ett år framöver för att sedan höjas gradvis. De försämrade internationella ekonomiska utsikterna innebar att vi reviderade ned reporäntebanan något jämfört med vår tidigare bedömning från april.

Jag tyckte för egen del att en oförändrad reporänta gav en bättre avvägd penningpolitik än en sänkning i juli. Penningpolitiken var redan expansiv och enligt vår prognos skulle inflationen nå inflationsmålet på 2 procent och realekonomin nå långsiktigt hållbara nivåer inom prognosperioden. Jag tror för min del också att det finns risker med ett lågt ränteläge under en lång tid – risker att det uppstår ohållbara beteenden och obalanser kopplade till

■ uppbyggnaden av skulder. Sådana risker behöver också vägas in i våra bedömningar samtidigt som vi försöker se till att inflationsmålet nås och att realekonomin stabiliseras.

Med detta sagt betonade vi också vid beslutet i juli att osäkerheten om den framtida utvecklingen var mycket stor. Som jag nämnde tidigare utgick vi i vår bedömning från att problemen i euroområdet skulle hanteras så att en fördjupad kris kunde undvikas. Om den finansiella oron skulle eskalera skulle penningpolitiken givetvis ställas inför en helt annan situation och sannolikt behöva bli ännu mer expansiv. Men om trovärdiga åtgärder kom på plats skulle å andra sidan förtroendet också kunna återvända snabbare än väntat vilket skulle öka efterfrågan i svensk ekonomi. Det skulle i så fall kunna motivera en högre reporäntebana.

Utvecklingen under sommaren

Så, vad har då hänt sedan det penningpolitiska mötet i början av juli? Till att börja med kan vi konstatera att orosmolnen över Europa fortfarande finns kvar. En rad viktiga frågor utreds för närvarande och förslag eller besked inom olika områden är utlovade till september.

Efter mötet i Europeiska rådet i slutet av juni präglades stämmningsläget på de finansiella marknaderna av osäkerhet om detaljerna kring de åtgärder som rådet annonserat och räntorna på spanska och italienska statsobligationer var på fortsatt höga nivåer. Osäkerheten gällde bland annat hur man ska implementera och utforma en gemensam banktillsyn i eurozonen, något som givetvis är ett mycket stort steg för medlemsländerna. En gemensam banktillsyn är enligt överenskommelsen på mötet en förutsättning för att stödfonden ESM ska kunna rekapitalisera banker direkt. Osäkerheten spädades på av kritiken mot en annan överenskommelse från mötet om att stödfonderna ska kunna köpa statsobligationer för att hålla nere länders räntekostnader.

Mer detaljer kring lånet till den spanska banksektorn

Mer detaljer om lånet på upp till 100 miljarder euro till den spanska banksektorn kom efter möten med finansministrarna i eurogruppen under juli. I ett samförståndsavtal med Spanien framgår det bland annat att den exakta storleken på lånet avgörs efter en revision av den spanska banksektorn under andra halvan av september. Men 30 miljarder euro görs tillgängliga i sommar i en första omgång för att kunna användas för brådskande insatser.

När väl den gemensamma banktillsynen i eurozonen finns på plats är tanken att stödfonden ESM tar över från EFSF och lånet kan då gå direkt till de spanska bankerna. Sammankopplingen av krisbankernas ekonomi och spanska statens finanser kommer då alltså att vara bruten. EU-kommissionen har signalerat att ett förslag om banktillsyn kommer i början av september. En förutsättning för att ESM ska kunna ta över lånet är givetvis också att fonden faktiskt aktiveras. För det krävs ett godkännande från länder som sammantaget står för 90 procent av kapitalet till fonden. I dagsläget återstår bland annat ett godkännande från Tyskland – där inväntar man ett utlåtande från författningsdomstolen i mitten av september.

I samförståndsavtalet om stödet till de spanska bankerna görs det klart att spanska staten förväntas fortsätta med sitt arbete för att få ned

■ budgetunderskottet till strax under 3 procent. Tiden man har på sig att nå dit har förlängts med ett år till 2014. Spanien har redovisat sina budgetplaner och de besparingar man ska genomföra för att nå det målet. Under sommaren har IMF också gett starkt stöd åt Spaniens ansträngningar.

Oro över situationen i Spanien och Italien

Marknadens reaktioner på avtalet om bankstödet till Spanien kan väl betecknas som försiktigt positiva. Men under andra halvan av juli ökade oron igen då de svaga finanserna i spanska regioner hamnade i fokus. Det bidrog till nya spekulationer om lånet till de spanska bankerna är tillräckligt eller om det kommer att bli nödvändigt med ett fullskaligt stödpaket till Spanien. Räntorna på spanska statsobligationer med både kort och lång löptid steg till ännu högre nivåer. Italien smittades också av oron. Samtidigt fortsatte räntorna på tyska och franska statsobligationer att vara på rekordlåga nivåer.

Den problematiska situationen på obligationsmarknaderna diskuterades av den europeiska centralbanken ECB i början av augusti. Efter mötet gjorde ECB-rådets ordförande Mario Draghi klart att länder som behöver akuta åtgärder först ska vända sig till fonderna EFSF/ESM och få stöd under de villkor som då ställs. Därefter kan det vara tal om interventioner av ECB, inom det mandat om prisstabilitet som ECB har, och ECB ska utreda tänkbara åtgärder. Redan nu var det klart att eventuella stödköp av statspapper av ECB kommer att fokusera på obligationer med kortare löptider.

Förväntningarna inför ECB:s möte hade skruvats upp ganska högt och spanska och italienska obligationsräntor hade sjunkit dagarna innan. När det sedan inte kom något besked från ECB om omedelbara stödåtgärder steg räntorna till att börja med ganska kraftigt. De har sedan fallit något igen, framförallt räntorna på statsobligationer med kortare löptider. Efter mötet har marknaderna flyttat fokus över till regeringarna i Spanien och Italien, till hur dessa ställer sig till att söka stöd från EFSF och också till vilka villkor som i så fall kommer att ställas på länderna.

Utvärdering av Greklands besparingsåtgärder i september

Sedan tidigare har ju Grekland, Irland och Portugal stödprogram på plats och i slutet av juni ansökte också Cypern om stöd. Representanter för IMF, EU-kommissionen och ECB – den så kallade trojkan – har under sommaren besökt Grekland för att utvärdera om Grekland kommit tillräckligt långt med besparingsåtgärderna för att uppfylla det som krävs för att få nästa utbetalning av stöd. Målet är ett sparpaket på 11,5 miljarder euro som ska genomföras under 2013 och 2014. Trojkan har meddelat att man kommer att slutföra sin utvärdering av framstegen i det grekiska anpassningsprogrammet i september. Greklands finansiering till nästa utbetalning verkar kunna säkerställas genom nya emissioner av statsskuldsväxlar.

Betydelsen av pålitliga referensräntor

Mycket har givetvis handlat om krishanteringen i euroområdet i sommar. En annan nyhet som präglat rapporteringen är avslöjandet om manipuleringen av den internationella interbankräntan Libor. Förtroendet för internationellt verksamma banker fick sig ytterligare en törn när det uppdagades att flera

■ banker medverkat till att lämna felaktiga ränteuppgifter som underlag för beräkningen av den dagliga Libor. Eftersom Libor är en referensränta som används globalt för stora volymer kontrakt är det helt oacceptabelt att enskilda banker så lättvindigt rapporterat in felaktiga siffror.

Riksbanken har under en längre tid följt utvecklingen kring motsvarande referensränta i Sverige, Stibor. Vi håller dels på med en egen utredning om hur Stibor fastställs och dels för vi en dialog med svenska banker om hur de kan stärka ramverket och öka transparensen runt Stibor. Jag utgår från att svenska banker snarast drar lärdom av vad som hänt med Libor och stärker trovärdigheten runt Stibor. Det är möjligt att vi måste avvakta och se vad som händer med Libor innan vi kan fastställa en bättre modell för Stibor men i avvaktan på detta bör svenska banker tydliggöra för marknaden och allmänheten hur Stibor dagligen fastställs och vilken kontroll och granskning som finns runt nuvarande organisation. Riksbankens utredning är inte klar än men kommer att presenteras under hösten.

Svag utveckling i Europa och viss osäkerhet om styrkan i den amerikanska återhämtningen

Om vi går över till den ekonomiska statistiken som kommit in under sommaren så har det mesta handlat om utvecklingen under andra kvartalet, alltså utvecklingen fram till och med juni. Men det har också kommit en del indikatorer för tredje kvartalet. Sammanfattningsvis kan man väl säga att utvecklingen i omvärlden i stort ligger i linje med de bedömningar vi gjorde i juli. Möjligtvis har utvecklingen varit något svagare än vi förväntade oss.

Den senaste arbetsmarknadsstatistiken visar att arbetslösheten i euroområdet låg på en rekordhög nivå i juni. Spanien och Grekland var värst utsatta med en arbetslöshet över 20 procent. Inflationen har samtidigt varit fortsatt hög. För en vecka sedan kom preliminära BNP-beräkningar för andra kvartalet. De visade att BNP i euroområdet minskade jämfört med första kvartalet. Statistik för utvecklingen under juli visar på en fortsatt svag utveckling i euroområdet även framöver. Vår prognos i juli var att BNP kommer att falla något i år och sedan öka igen 2013. Den statistik som kommit hittills stöder bilden att BNP kommer att minska i år.

I Storbritannien visar preliminära beräkningar att BNP föll under andra kvartalet jämfört med årets första kvartal, vilket innebär att BNP fallit tre kvartal i rad. Samtidigt var inflationen i juni och juli på den lägsta nivån på över två år.

Den nya statistiken från USA har nog ökat osäkerheten om styrkan i återhämtningen i den amerikanska ekonomin. Preliminära siffror visar att BNP under andra kvartalet ökade med 1,5 procent i uppräknad årstakt jämfört med första kvartalet i år. Det innebär att tillväxten bromsade in med en halv procentenhet jämfört med första kvartalet. Det var en oväntad inbromsning, även om vår prognos från juli trots allt pekade på en måttlig tillväxt i den amerikanska ekonomin den närmaste tiden. Indikatorerna på utvecklingen tredje kvartalet är lite blandade så här långt. Arbetslösheten ökade till exempel något i juli men samtidigt ökade sysselsättningen relativt starkt. Konsumtionen utvecklades svagt under andra kvartalet och försäljningen av motorfordon minskade i juli. Läget på bostadsmarknaden verkar däremot bli allt bättre, bland annat pekar vissa indikatorer på fortsatt stigande bostadspriser.

■ ***Oväntat starkt andra kvartal i Sverige***

Medan utvecklingen i omvärlden varit fortsatt svag så har styrkan i den svenska ekonomin fortsatt att överraska i sommar. I slutet av juli kom en första preliminär sammanställning av nationalräkenskaperna för andra kvartalet. Den visade att BNP säsongrensats ökade med 1,4 procent jämfört med första kvartalet, alltså motsvarande 5,7 procent i uppräknad årstakt. Det var en betydligt starkare siffra än vad vi och andra prognosmakare förväntat oss. Det var framförallt en starkare utveckling av lagerinvesteringarna, och till viss del exporten, som överraskade.

AKU-statistik visar att antalet sysselsatta fortsatte att öka i juni, både jämfört med motsvarande period förra året och jämfört med maj i år säsongrensats. Arbetslösheten rensad för säsongeffekter var 7,5 procent. Inflationstakten i juni och juli var samtidigt fortsatt låg, vilket var väntat. KPI i juli ökade med 0,7 procent jämfört med juli förra året och KPIF ökade med 0,8 procent. Det var helt i linje med våra prognoser och med marknadens förväntningar.

Informationen om den realekonomiska utvecklingen under tredje kvartalet begränsar sig än så länge till företags- och hushållsbarometern för juli och inköpschefsindex för juli. Konjunkturinstitutets barometerindikator föll i juli och ligger på en nivå som indikerar att tillväxten i ekonomin är svagare än normalt. Konfidensindikatorn för hushållen steg visserligen jämfört med juni och då till en nivå strax över ett historiskt genomsnitt. En ljusglimt var också att indikatorn för tillverkningsindustrin steg. Det överensstämmer med indikationerna från inköpschefsindex för tillverkningsindustrin som också steg i juli. Man ska dock vara försiktig med att dra för stora växlar på enskilda månadsförändringar av indexen.

Förstärkning av kronan i sommar

Något som också kännetecknat utvecklingen i sommar är att kronan stärkts kraftigt mot euron. Detta, tillsammans med att kronan ökat en del i värde även mot andra valutor, gör att kronan i handelsvägda termer stärkts i sommar. Vår prognos i juli var också att kronan skulle stärkas givet den relativt sett goda ekonomiska utvecklingen i Sverige och våra robusta statsfinanser. Kronan har dock stärkts mer under sommaren än vi räknat med. Det återstår att se hur mycket av förstärkningen som uppfattas som varaktig. Det är det som till stor del avgör hur stort genomslaget blir på inflationen. Oron på de finansiella marknaderna har inneburit stora svängningar på valutamarknaderna och vi vet att förändringar kan gå snabbt.

Nästa beslut den 5 september

Det jag presenterat idag är som jag sa inledningsvis ett försök till en summering av vad som hänt på den ekonomiska arenan under sommaren. På Riksbanken arbetar vi just nu för fullt med nya analyser och prognoser till nästa räntebeslut den 5 september. Mycket hinner naturligtvis hända fram till dess och det är inte förrän då vi gör en samlad ekonomisk bedömning av utvecklingen. Men utan att gå händelserna i förväg kan man väl konstatera att så här långt har utvecklingen i vår omvärld möjligtvis varit något svagare än väntat medan utvecklingen i Sverige, i alla fall under andra kvartalet, varit oväntat stark. Kronan har stärkts mer under sommaren än vad vi räknade med i juli. Orosmolnen över Europa finns fortfarande kvar. Det vi har att ta ställning

- till är hur man väger de här faktorena mot varandra. Var vi landar i den frågan återkommer vi till i början av september.