



# ANFÖRANDE

DATUM: 21 augusti 2014  
TALARE: Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick  
PLATS: Sveriges Finansanalytikers Förening, IVAs Konferenscenter, 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

## ■ **Låg inflation och hög skuldsättning – expansiv penningpolitik ställer krav på andra politikområden**

Inflationen i Sverige är idag under målet på två procent. Men samtidigt hotar hushållens skuldsättning hållbarheten i utvecklingen på sikt. Hur hanterar vi denna utmaning?

En mycket expansiv penningpolitik är nödvändig för att nå inflationsmålet. Samtidigt kan den låga räntenivån öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Därför ställs nu stora krav på andra politikområden att hantera dessa risker.

I det sammanhanget är det välkommet att vi nu har ett ramverk för makrotillsynen på plats, som möjliggör ytterligare och mer precisa åtgärder för att hantera hushållens skuldsättning. Finansinspektionen har huvudansvaret för makrotillsynsinstrumenten, samtidigt som ett finansiellt stabilitetsråd har inrättats, där Riksbanken deltar tillsammans med regeringen, Riksgäldskontoret och Finansinspektionen.

Jag tänker idag diskutera den aktuella penningpolitiken och arbetet i stabilitetsrådet, och ge min bild av hur vi kan nå inflationsmålet samtidigt som vi hanterar hushållens skuldsättning.

## ■ Räntesänkning i juli

Låt mig inledningsvis berätta om den aktuella penningpolitiken och räntebeslutet i juli.

### ***Konjunkturåterhämtningen fortsätter...***

Om vi börjar med konjunkturutsikterna kan vi konstatera att återhämtningen fortsätter, både i omvärlden och i Sverige. För en liten utrikeshandelsberoende ekonomi som Sverige är utvecklingen i omvärlden viktig, inte minst i euroområdet, som är vår klart viktigaste exportmarknad.<sup>1</sup> Euroområdets ekonomi har sedan en tid åter visat positiva tillväxttal, men det är en återhämtning som går långsamt och som alltjämt präglas av återverkningarna av den statsfinansiella krisen. I USA och Storbritannien ser det bättre ut, och där väntas tillväxten bli högre. Sammantaget – när länderna i vår omvärld vägs samman med det så kallade KIX-indexet – är det en relativt god återhämtning som är att vänta de kommande åren.

Samtidigt utgör den geopolitiska utvecklingen under det senaste halvåret nya orosmoment för den globala tillväxten. Jag tänker då framförallt på effekterna på euroområdets ekonomi av utvecklingen i Ryssland och Ukraina. Det är ännu för tidigt dra några säkra slutsatser om effekterna på tillväxtutsikterna i Europa. Men det finns en risk att utvecklingen i omvärlden blir sämre än vi hittills bedömt.

Förutsatt att omvärlden utvecklas som prognostiserat ser vi dock framför oss en förbättrad konjunktur i Sverige. Men bilden är något tudelad. Hushållens konsumtion har hållits uppe relativt väl de senaste åren, medan exporten utvecklats sämre, mot bakgrund av bland annat den svaga utvecklingen i euroområdet. Framöver väntas den inhemska efterfrågan fortsätta att stärkas, samtidigt som konjunkturförbättringen i omvärlden bidrar till att även exporten tar fart så småningom. När tillväxten tar fart i Sverige väntas även arbetslösheten sjunka tillbaka.

Sammantaget är det alltså en ganska tydlig förbättring av konjunkturen som vi ser framför oss.

### ***...men inflationen är alltför låg***

Omvärldsberoendet för den svenska ekonomin gäller inte bara realekonomin utan också inflationen. Det är tydligt att inflationen i flera av våra viktiga exportregioner har uppvisat en nedåtgående trend de senaste åren (se diagram 1). Mot denna bakgrund har också centralbankerna i omvärlden bedrivit en mycket expansiv penningpolitik. I vår senaste bedömning i juli reviderade vi dessutom ned prognosen för de utländska styrräntorna (se diagram 2).

Det låga inflationstrycket i omvärlden är en förklaring till att inflationen i Sverige har varit låg de senaste åren. Mätt som KPIF, där effekterna av Riksbankens ränteförändringar på bostadsräntorna rensas bort, har inflationen alltsedan inledningen av 2012 legat klart under målet på 2 procent, och sedan slutet av förra året har den fallit ytterligare (se diagram 3). En indikation på att den låga inflationen är ett globalt fenomen är att flertalet centralbanker med

<sup>1</sup> När länderna i omvärlden vägs samman enligt betydelsen för svensk utrikeshandel med det så kallade KIX-indexet står euroområdet för nästan 50 procent.

■ inflationsmål i vår omvärld under förra året också fick uppleva en inflation under målet (se diagram 4).

Men inflationen i omvärlden är inte den enda förklaringen till den låga inflationen i Sverige. Växelkursen har betydelse för hur priser i omvärlden "översätts" till priser för svenska importvaror. I samband med finanskrisen hösten 2008 försvagades kronan kraftigt, men därefter följde en ganska lång period med en tydlig förstärkning, vilket bidrog till att pressa ned importpriserna i Sverige. Men det senaste året har trenden "planat ut", och kronan har till och med försvagats något hittills i år (se diagram 5). Därför är kronans utveckling troligen främst en delförklaring till att inflationen var låg tidigare, men i mindre grad just nu.

En ytterligare förklaring till den låga inflationen i Sverige är att företagen i det osäkra konjunkturläge som rått i spåren av den europeiska skuldskrisen inte har kunnat föra över kostnadsökningar till konsumentpriserna i samma utsträckning som tidigare. Marginalerna har därtill pressats av tuffa konkurrensförhållanden.<sup>2</sup> Denna bild bekräftas av de preliminära resultaten av den enkätundersökning som vi gjort tillsammans med Konjunkturinstitutet, där har vi frågat 1500 företag inom framförallt tjänste-, handel- och byggsektorn om vad som varit avgörande för deras prissättning.<sup>3</sup>

Men inflationen i Sverige har upprepade gånger blivit lägre än vad både Riksbanken och marknadsbedömare förväntat sig (se diagram 6). Jag menar att det är mycket viktigt att vi fortsätter att noga analysera orsakerna till den låga inflationen, både i Sverige och i omvärlden. En intressant fråga är vilken roll globala respektive inhemska faktorer spelar för inflationen i enskilda länder, något som BIS tar upp i sin senaste årsrapport.<sup>4</sup> BIS pekar på strukturella effekter av globalisering och ökad världshandel som ökat konkurrensen och som kan ha bidragit till en nedåtpress på priserna i stora delar av världen.

### ***Hushållens skuldsättning har vägts in i räntebesluten***

Som ni vet har jag och mina kollegor i direktionen vid de senaste årens räntebeslut också diskuterat hushållens höga skuldsättning, som kan utgöra en stor risk för ekonomin på längre sikt. De svenska hushållens skuldsättning har stigit mycket kraftigt sedan mitten av 1990-talet. Även om ökningen i skuldsättningen mätt som skulder i förhållande till disponibel inkomst mattats av de senaste åren är nivån fortfarande mycket hög i ett historiskt perspektiv (se diagram 7). Utvecklingen av hushållens skulder hänger samman med utvecklingen av bostadspriserna, vilket inte är så konstigt eftersom bostadsköp till stor del är lånefinansierade (se diagram 7).

En hög skuldsättning gör hushållen mer känsliga för olika störningar. Till slut kan störningar till exempelvis inkomster, bostadspriser eller räntor utlösa anpassningar som ger ganska betydande effekter på makroekonomin: svag efterfrågan, hög arbetslöshet och svårigheter att stabilisera inflationen kring målet. Naturligtvis vill vi undvika en sådan utveckling.

<sup>2</sup> I en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli, "Varför är inflationen låg?", beskrivs närmare tänkbara orsaker till den låga inflationen i Sverige.

<sup>3</sup> Vi kommer att återkomma med vår analys av enkäten i början av hösten.

<sup>4</sup> Se "84th Annual Report, 1 April–31 March 2014", Bank for International Settlements, 2014.

■ Det har på senare tid uppstått en debatt kring om hänsyn till finansiella obalanser i räntebesluten är förenlig med Riksbankens penningpolitiska uppdrag.

Jag menar att det är helt förenligt med det penningpolitiska uppdraget, eftersom finansiella obalanser i förlängningen riskerar att äventyra både den realekonomiska stabiliteten och inflationsstabiliteten. I ett riktigt dåligt scenario kan finansiella obalanser inte bara leda till ofördelaktiga makroekonomiska utfall utan även medföra risker för den finansiella stabiliteten.<sup>5</sup> Finansiell stabilitet är en viktig förutsättning för att penningpolitiken ska fungera. Den penningpolitiska transmissionsmekanismen och möjligheten att nå de penningpolitiska målen – prisstabilitet och realekonomisk stabilitet – försämras avsevärt om en finansiell kris inträffar.

De senaste årens penningpolitiska beslut har alltså inneburit avvägningar mellan att stabilisera inflationen mer kortsiktigt och dessutom ta hänsyn till de effekter som räntan har på hushållens skuldsättning och därigenom risken för ett ofördelaktigt scenario längre fram. Diagram 8 är ett sätt att illustrera dessa avvägningar inom penningpolitiken. Den övre halvan illustrerar räntans effekt på inflationen och resursutnyttjandet inom prognosperioden, och den nedre halvan illustrerar räntans effekt på skuldsättning och risker på längre sikt.<sup>6</sup> I den situation som den vi befunnit oss i de senaste åren – med en inflation under målet – har typiskt sett en lägre ränta och räntebana inneburit att inflationen närmar sig målet snabbare, men också att hushållens skuldsättning – och därmed riskerna på längre sikt – ökar mer.

I vår senaste prognos bedöms hushållens skuldsättning, mätt som skulder i förhållande till disponibel inkomst, öka från en redan hög nivå, och dessutom öka något snabbare än i föregående prognos (se diagram 9). Samtidigt ökar andelen låntagare med rörliga räntor. Detta är naturligt i ett läge där Riksbanken signalerar låga räntor under lång tid. Men kombinationen av en hög skuldsättning och en stor andel rörliga bolån gör också hushållen känsligare för ränteförändringar.

### ***Den låga inflationen motivet för lägre ränta – skuldsättningen måste främst hanteras inom andra politikområden***

Som så många gånger tidigare de senaste åren handlade alltså den penningpolitiska avvägningen i juli om att väga den låga inflationen mot den höga skuldsättningen hos hushållen och de risker som den för med sig.

Det rådde dock enighet i direktionen om behovet av att sänka reporäntan för att få upp inflationen till målet inom prognosperioden. Även om konjunkturutsikterna ser ganska goda ut är inflationen för låg, och har dessutom varit oväntat låg den senaste tiden. Vår bedömning är dessutom att inflationstrycket kommer att bli lägre även framöver, jämfört med den bedömning vi gjorde i april (se diagram 10).<sup>7</sup> En ytterligare faktor, som jag

<sup>5</sup> För en ingående beskrivning av riskerna förknippade med hushållens skuldsättning i Sverige, se exempelvis Alsterlind Jan, Ulf Holmberg, Kristian Jönsson, Björn Lagerwall och Jakob Winstrand, "Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna", Samverkansrådets analysgrupps underlagspromemoria PM 6, Sveriges riksbank.

<sup>6</sup> Man kan läsa mer om detta i exempelvis fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i Redogörelse för penningpolitiken 2013, Sveriges riksbank.

<sup>7</sup> Man måste ha i åtanke att inflationsprognoserna i diagrammet baseras på de aktuella räntebanorna. I juli sänktes räntebanan betydligt, och utan denna nedrevidering av räntebanan hade prognosen för inflationen blivit ännu lägre.

nämnde tidigare, är att styrräntorna i omvärlden väntas bli lägre (se diagram 2). När räntan blir högre i Sverige än i omvärlden tenderar kronkursen att förstärkas, vilket bidrar till lägre inflation genom lägre importpriser. Allt annat lika talar därför lägre räntor i omvärlden för lägre räntor också i Sverige, för att kronan inte ska förstärkas för mycket (se diagram 5 för den senaste kronprognosen). Sammantaget talade dessa faktorer tydligt för en sänkning av reporäntan och reporäntebanan i juli (se diagram 11).

Som ni vet reserverade jag mig mot beslutet att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter och förordade en mindre räntesänkning med 0,25 procentenheter och att vänta med en första räntehöjning till en bit in på 2016. Det finns några anledningar till det. För det första menar jag att den mindre räntesänkningen utgör en bättre avvägning mellan att få upp inflationen mot målet och att ta hänsyn till hushållens skuldsättning. Som jag ser det finns också tydliga tecken på att konjunkturen är på väg att förbättras, och därför finns det förutsättningar för att med även en mindre sänkning av räntan stabilisera inflationen kring 2 procent. Dessutom är den mindre räntesänkningen mer i linje med vår tidigare handlingsram, vilket avspeglades i marknadens förväntningar, som mer var inställda på 0,25 procentenhets räntesänkning. Jag tycker inte att man ska överraska ekonomins aktörer i onödan, och vårt agerande bör i så stor utsträckning som möjligt vara förutsägbart och långsiktigt.

Jag vill understryka att det i stora drag finns en samsyn i direktionen om den ekonomiska utvecklingen och den penningpolitiska inriktningen. Som jag har varit inne på är det fråga om svåra avvägningar, och det är naturligt att det då uppkommer nyansskillnader i bedömningarna. En av anledningarna till att vi har en direktion med flera olika ledamöter är just också att olika bedömningar och infallsvinklar kan prövas mot varandra, vilket i slutändan bör leda till bättre beslut.

Förutom beträffande den ekonomiska utvecklingen och den penningpolitiska inriktningen rådde det också en bred enighet i direktionen om att skuldsättningen bland hushållen är en risk som måste hanteras. Det låga ränteläget innebär att risken ökar för att ekonomin inte utvecklas på ett långsiktigt hållbart sätt. Det ställs därför nu ännu större krav på åtgärder inom andra politikområden för att komma tillrätta med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. I detta sammanhang spelar makrotillsynen en central roll.

## **Välkommet ramverk för makrotillsynen – det förbättrar förutsättningarna att hantera hushållens skuldsättning**

Ett budskap som jag återkommande fört fram – bland annat i mitt augustital för ett år sedan – har varit att ett ramverk för makrotillsynen skulle underlätta avvägningarna i penningpolitiken.<sup>8</sup> Mer träffsäkra verktyg skulle kunna användas för att hantera hushållens skuldsättning (se den nedre halvan av principskissen i diagram 8), samtidigt som penningpolitiken i större utsträckning skulle kunna fokusera på inflationsmålet inom den vanliga prognosperioden (se den övre halvan av principskissen i diagram 8).

I princip kan makrotillsynsverktyg minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning på två olika sätt. För det första kan man öka motståndskraften i

<sup>8</sup> Se även mitt tal "Penningpolitik och makrotillsyn", publicerat 2013-01-25.

■ det finansiella systemet genom exempelvis högre kapitalnivåer i bankerna. Det minskar risken för att en makroekonomisk störning, till exempel ett kraftigt fall i de svenska bostadspriserna, utvecklas till en bankkris genom att bankerna har mer kapital för att absorbera kreditförluster. För det andra kan man direkt försöka dämpa tillväxten i hushållens skuldsättning genom till exempel olika typer av begränsningar av hur mycket hushållen kan låna.

Men i Sverige har det länge saknats ett ramverk för makrotillsynen, med tydliga riktlinjer för vilken myndighet som ska agera med vilka verktyg. Jag och flera av mina kollegor har vid flera tillfällen efterlyst ett sådant ramverk. Nu finns det sedan en tid ett ramverk på plats. Jag tänker nu beskriva hur ramverket ser ut, vilka åtgärder som har vidtagits och vad som återstår att göra.

### ***Huvudansvaret för verktygen hos Finansinspektionen och inrättande av ett finansiellt stabilitetsråd***

Regeringen meddelade förra hösten att Finansinspektionen skulle få huvudansvaret för beslut om makrotillsynsåtgärder och att ett finansiellt stabilitetsråd skulle inrättas. För Riksbankens del är mandatet oförändrat. Vi ska fortsätta att värna den finansiella stabiliteten. Därför kommer vi även fortsättningsvis att analysera och övervaka det finansiella systemet, att informera om och varna för risker samt att lämna rekommendationer om åtgärder. Som jag nämnde tidigare är finansiell stabilitet också en viktig förutsättning för att penningpolitiken ska fungera.

Det nya ramverket innebär också att ett forum har inrättats där företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Riksbanken träffas för att diskutera frågor som rör finansiell stabilitet – det så kallade finansiella stabilitetsrådet. Rådet träffas regelbundet, i normalfallet två gånger per år, och informationen och diskussionen vid rådets möten publiceras i form av ett protokoll senast två veckor efter mötena. Mötena ger oss möjlighet att diskutera hur de olika politikområdena samverkar och vilken typ av åtgärder som behövs för att i möjligaste mån undvika nya finanskriser. De representerade myndigheterna beslutar sedan självständigt inom sina ansvarsområden vilka åtgärder som ska vidtas. Diagram 12 illustrerar det nya ramverket för makrotillsynen i Sverige.

### ***Vårens arbete i stabilitetsrådet – fokus på kapitalkrav***

Vi har hittills haft två möten i det finansiella stabilitetsrådet. I februari hölls ett första konstituerande möte där vi konstaterade att det finns behov av ytterligare åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten. I slutet av maj hölls det första riktiga mötet där vi kunde föra en mer ingående och konkret diskussion. Några frågor som togs upp då var skärpta kapitalkrav för svenska banker och behovet av åtgärder för att hantera hushållens höga och växande skuldsättning.<sup>9</sup>

Inför stabilitetsrådets möte i maj publicerade Finansinspektionen ett förslag på hur de nya europeiska kapitaltäckningsreglerna ska tillämpas i Sverige. I

<sup>9</sup> Andra makrotillsynsfrågor som rådet diskuterat berör bland annat de risker som är förknippade med vårt stora och sammankopplade banksystem med en hög grad av marknadsfinansiering, och olika typer av åtgärder relaterade till dessa risker. Mer om detta kan man läsa i protokollet från majmötet. Se <http://www.regeringen.se/sb/d/18209/a/241631>.

huvudsak var de åtgärder som presenterades av Finansinspektionen kända sedan tidigare, men det konkreta genomförandet av åtgärderna är förstås viktigt. Det handlar framför allt om genomförandet av ett kärnprimärkapitalkrav på 12 procent för de svenska storbankerna, en höjning av riskviktsgolvet för svenska bolån till 25 procent och införandet av en kontracyklisk kapitalbuffert.

Rådets möten har förberetts i den så kallade beredningsgruppen, som består av representanter på hög nivå från de olika myndigheterna. Beredningsgruppen har haft täta möten under våren. Vi har arbetat intensivt med olika frågor på respektive myndighet, och det har skett ett stort utbyte av information och analyser mellan myndigheterna inom ramen för beredningsgruppen.

Det har varit både nyttigt och lärorikt att få ta del av de andra myndigheternas syn på stabilitetsläget och behovet av åtgärder. Jag tror också att det kan leda till bättre förståelse för våra olika uppdrag och bedömningar. Förhoppningsvis kan det också i förlängningen leda till väl underbyggda beslut om de åtgärder som behövs för att värna den finansiella stabiliteten.

Diskussionerna i stabilitetsrådet under våren har både handlat om riskerna i det finansiella systemet och om behovet av ytterligare åtgärder. När det gäller riskerna gör Riksbanken och Finansinspektionen en likartad bedömning. Det handlar om att vi har ett stort och nära sammankopplat banksystem som är väldigt beroende av marknadens förtroende eftersom bankerna i stor utsträckning finansierar sig med marknadsfinansiering. Det handlar också om hushållens skuldsättning som utgör en viktig risk för den makroekonomiska och finansiella stabiliteten. Av protokollet framgår att vi har olika syn i vissa frågor. Det rör till exempel behovet av åtgärder för att hantera hushållens skuldsättning.

### ***Det behövs ytterligare makrotillsynsåtgärder riktade mot hushållens låneefterfrågan***

Om vi tar ett steg tillbaka och sätter vårens aviserade kapitalkrav i ett bredare perspektiv innebär de helt klart ett steg i rätt riktning. Kapitalkraven på de svenska storbankerna ökar jämfört med de krav som gällde före finanskrisen. Det är mycket välkommet, eftersom det ökar motståndskraften i det svenska banksystemet. På så vis minskar risken att hushållens skuldsättning i förlängningen leder till problem för de svenska bankerna, vilket kan hota både den makroekonomiska och finansiella stabiliteten.

Utöver att öka motståndskraften i banksystemet skulle högre kapitalkrav även kunna bidra till att dämpa hushållens skuldsättning genom att bankernas finansiering blir dyrare om de måste ha mer kapital, vilket kan leda till högre utlåningsräntor och minskad kreditgivning. Men ytterligare kapitalkrav i den storleksordning som nu diskuteras skulle bara få relativt marginella effekter på hushållens skuldsättning.<sup>10</sup>

Samtidigt fortsätter både hushållens skulder och bostadspriserna att öka från redan höga nivåer, trots att Finansinspektionen redan 2010 införde ett tak för bolån i förhållande till värdet på bostaden.

<sup>10</sup> Se fördjupningen "Skärpta kapitalkrav på svenska banker – effekter på makroekonomin", Penningpolitisk rapport juli 2014, Sveriges riksbank.

■ Därför anser jag att ytterligare åtgärder behövs för att dämpa hushållens efterfrågan på lån. Riksbanken har bland annat föreslagit införandet av sunda miniminivåer på de schablonvärden som bankerna använder i sina kvar-att-leva-på-kalkyler, som är en del i deras kreditprövning av hushåll. Det handlar om att en låntagare bör klara av vissa miniminivåer när det gäller ränta, amorteringstakt på botten- och topplån samt drift- och levnadskostnader.

Exempel på ytterligare åtgärder som skulle få effekt på skuldsättningen är amorteringskrav, begränsningar av lånebelopp eller räntebetalningar i förhållande till inkomst eller en skärpning av bolånetaket. Särskilt frågan om åtgärder för att öka hushållens amorteringar av sina lån diskuterades vid stabilitetsrådets möte i maj. Riksbanken ansåg i samband med mötet att amorteringskulturen behöver förbättras både för nya och gamla lån och att stabilitetsrådet i november borde diskutera förslag på amorteringskrav. Sådana krav kan utformas på olika sätt och beröra alla låntagare eller bara en viss grupp, till exempel nya låntagare eller låntagare med en hög belåningsgrad. Det är därför viktigt att noga analysera olika typer av amorteringskrav och hur de påverkar hushållens skuldsättning och makroekonomin i övrigt. Även erfarenheter från andra länder är viktiga att beakta. Rådet kommer inför mötet i november att göra en samlad analys av hushållens situation och diskutera behovet av ytterligare åtgärder när det gäller hushållens skuldsättning.

Min bedömning är att det sannolikt behövs ett paket av kompletterande makrotillsynsåtgärder som kan bidra till att hantera olika aspekter av riskerna förknippade med hushållens skuldsättning och som kan vara mer effektiva tillsammans än var för sig. IMF föreslår exempelvis i sin årliga översyn av den svenska ekonomin en kombination av makrotillsynsåtgärder riktade mot efterfrågan på lån: amorteringskrav, begränsningar av lånebelopp i förhållande till inkomst och skärpt bolånetak från 85 till 75 procent av bostadens värde.<sup>11</sup>

### ***Åtgärder inom andra politikområden måste också övervägas för att hantera hushållens skuldsättning***

Sammantaget tycker jag att det nya ramverket för makrotillsyn är ett mycket viktigt steg när det gäller såväl att diskutera systemriskerna som att hantera hushållens skuldsättning. Min bedömning är att det finns en ganska stor samsyn om att hushållens skuldsättning utvecklas på ett ohållbart sätt. Det viktiga är nu att vi inte fastnar i analysen av problembilden utan att makrotillsynsåtgärder vidtas innan problemen materialiseras.

Men jag tror också att åtgärder inom andra politikområden kan komma att behövas. Grunden till hushållens höga skuldsättning är att vi under flera år haft stora obalanser på bostadsmarknaden. För tredje året i rad uppmärksammade EU-kommissionen i sin rapport över makroekonomiska obalanser behovet av åtgärder på den svenska bostadsmarknaden. Kommissionen föreslog, utöver ytterligare makrotillsynsåtgärder, insatser för att förbättra skattesystemet och öka bostadsbyggandet.<sup>12</sup> Ett inslag i detta är ränteavdragen, som har gynnat bostadsbelåning. Jag tror att det måste till en översyn av ränteavdragen, och en bred politisk överenskommelse vore önskvärd. Det bör också vidtas åtgärder för ett ökat bostadsbyggande. Långsiktigt vore det önskvärt med ett

<sup>11</sup> Se "Sweden – 2014 Article IV Consultation Concluding Statement of the Mission", juni 2014, IMF.

<sup>12</sup> Se "Macroeconomic imbalances Sweden 2014", Occasional papers 186, mars 2014, Europeiska kommissionen.



■ bostadsbyggande som utvecklas i takt med efterfrågan för att inte skapa ytterligare obalanser.

Låt mig nu avsluta med att blicka framåt mot nästa penningpolitiska möte.

## Läget inför det penningpolitiska beslutet den 3 september

Det har nu gått en tid sedan det penningpolitiska beslutet i juli, och jag tänker berätta lite kort om vad som hänt under sommaren och hur jag ser på läget inför vårt nästa penningpolitiska möte den 3 september.

Om vi börjar i omvärlden kan vi konstatera att utvecklingen i Ryssland och Ukraina har haft vissa negativa effekter på förtroendet bland hushåll och företag, framför allt i Europa. BNP-utfallet för euroområdet avseende andra kvartalet blev också lite svagare än vad vi väntade oss i juli, även om det är svårt att veta exakt hur mycket av detta som kan relateras till utvecklingen i Ryssland och Ukraina. Tecknen på inbromsning av BNP-tillväxten i euroområdet uppvägs i någon mån av att ekonomierna i USA, Storbritannien och Kina utvecklas väl. I USA växte BNP snabbt det andra kvartalet, och bland annat arbetsmarknadsdata indikerar en fortsatt stark utveckling.

Inför nästa penningpolitiska möte fortsätter vi naturligtvis att bevaka utvecklingen i Ryssland och Ukraina, och vi gör analyser av vad den kan betyda för konjunkturutsikterna i omvärlden.

Vad gäller utvecklingen i Sverige var BNP-tillväxten under andra kvartalet något svagare än vad vi väntade oss i juli. Styrkan i hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna fortsatte medan exportutvecklingen var fortsatt svag. De indikatorer som inkommit för tillväxten ger lite blandade signaler. Barometerindikatorn, som sammanfattar läget för Sveriges ekonomi, sjönk något i juli. Å andra sidan steg inköpschefsindex för tjänstesektorn för samma månad kraftigt. Man kan också notera att de utfall för arbetslösheten som inkommit för juni och juli sammantaget har varit något lägre än prognosen i juli. Inflationssiffror för juni och juli visar att såväl KPI som KPIF ökade något snabbare än i prognosen i juli.

Som ni märker pekar den information som inkommit sedan det penningpolitiska mötet i juli i lite olika riktningar, och det är för tidigt att säga exakt hur penningpolitiken påverkas. Det får vi återkomma till den 4 september då vi presenterar nästa räntebeslut.

## Avslutande reflektioner

Riksbanken har två huvuduppgifter: prisstabilitet och finansiell stabilitet. Utifrån den utgångspunkten är det bekymmersamt att inflationen är för låg och under vårt inflationsmål, samtidigt som hushållens skuldsättning är mycket hög, vilket skapar risker för utvecklingen på sikt. I mitt tal idag har jag diskuterat hur vi kan hantera denna utmaning.

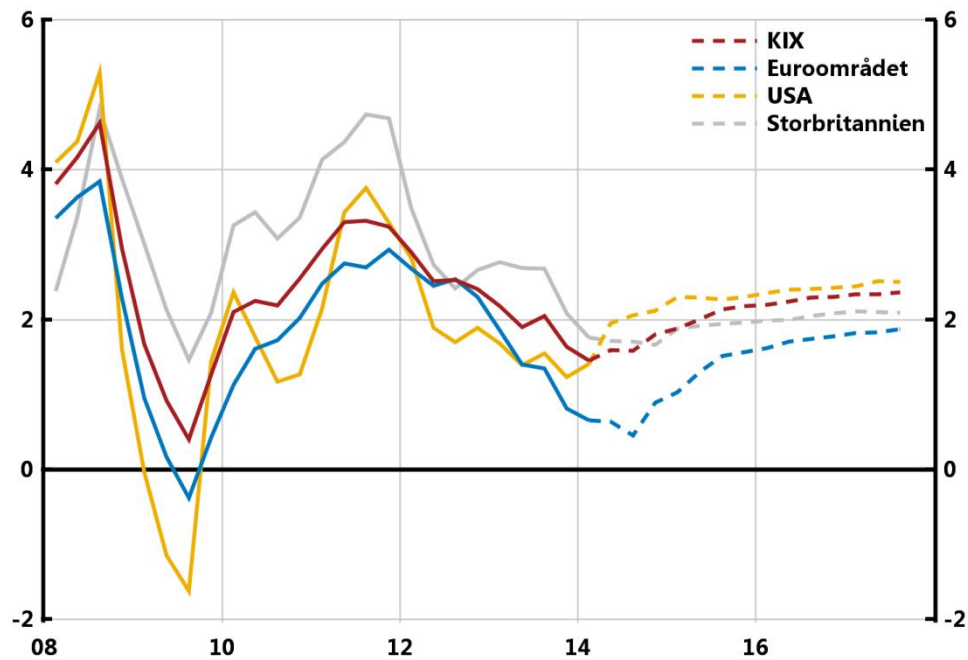
En sänkning av reporäntan i juli var nödvändig för att nå inflationsmålet, men gör det samtidigt än mer angeläget att vidta makrotillsynsåtgärder för att komma tillrätta med hushållens skuldsättning. Hittills har det nya ramverket för makrotillsyn främst resulterat i skärpta kapitalkrav på banker, vilket ökar motståndskraften i banksystemet. Som jag ser det återstår dock en viktig

- pusselbit, nämligen åtgärder i syfte att direkt begränsa hushållens skuldsättning. Men för att skapa en långsiktigt hållbar utveckling kan det också behövas åtgärder inom andra politikområden, exempelvis en översyn av ränteavdragen och åtgärder för ett ökat bostadsbyggande.

## ■ Diagram

**Diagram 1. Inflation i olika länder och regioner**

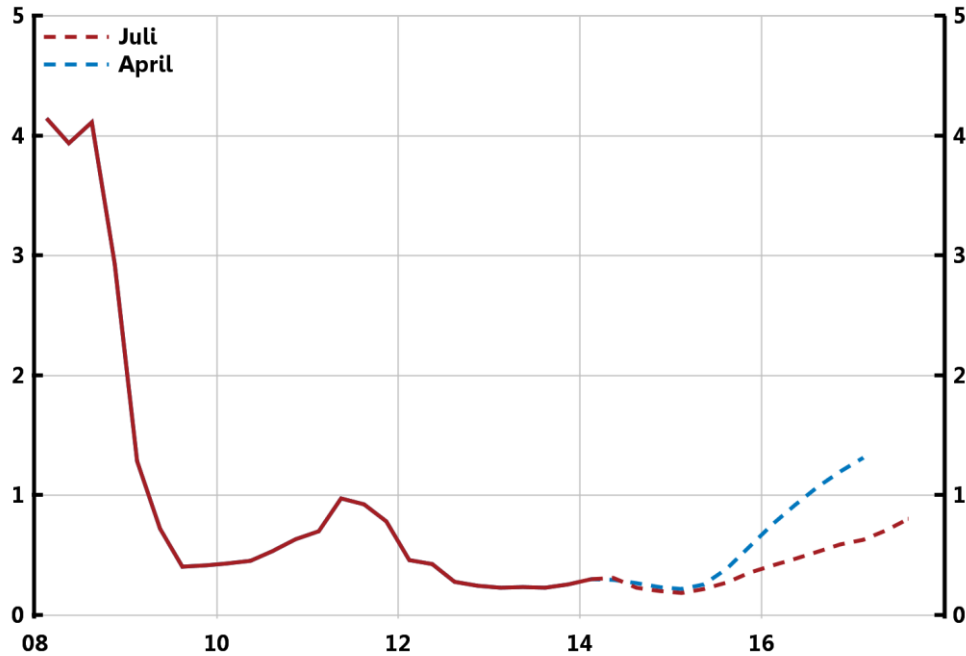
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av KIX-vägd inflation används HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.  
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics och Riksbanken

## Diagram 2. Styrränta i omvärlden

Procent

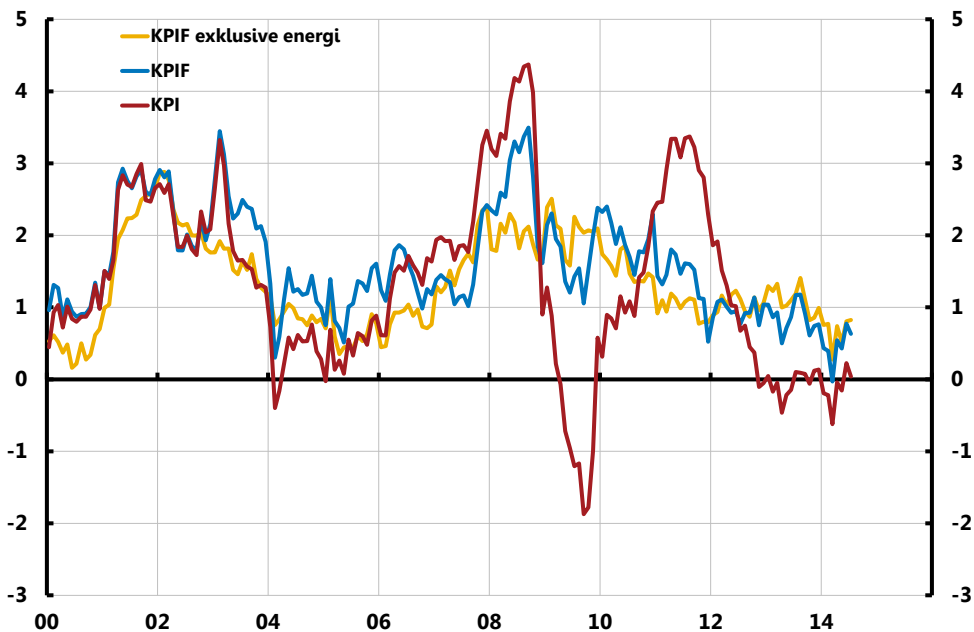


Anm. Avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Storbritannien och Norge. För euroområdet avses EONIA.

Källor: Bank of England, EURIBOR FBE, Federal Reserve Bank of New York, Norges Bank och Riksbanken

## Diagram 3. Konsumentpriser

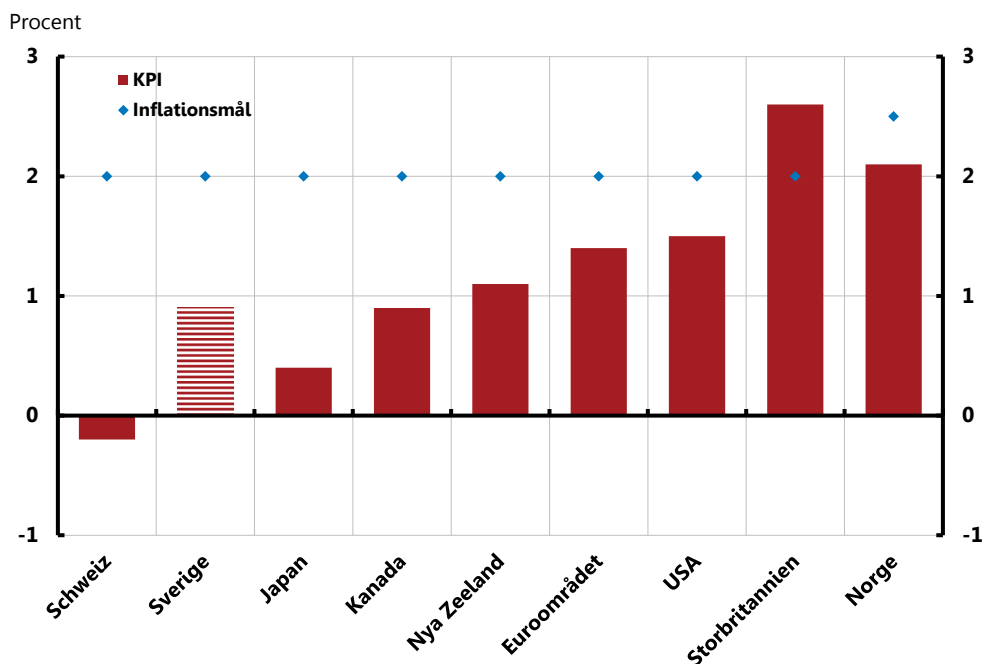
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

■ **Diagram 4. Inflationen 2013 i ett antal länder med inflationsmål**

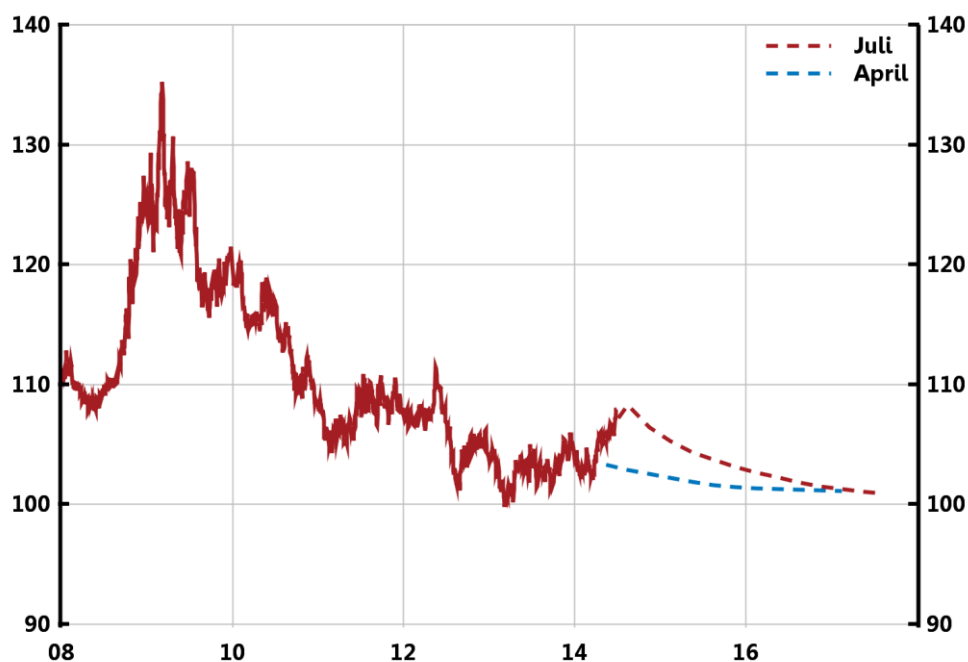


Anm. Euroområdet avser HIKP. Länder med ett inflationsmål i termer av ett intervall har sin markering mitt i intervallet. Länder med ett tak för inflation har taket som markering. Streckad stapel för Sverige avser KPIF (KPIF är KPI med fast bostadsränta).

Källor: OECD och respektive centralbank

**Diagram 5. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX**

Index, 1992-11-18 = 100

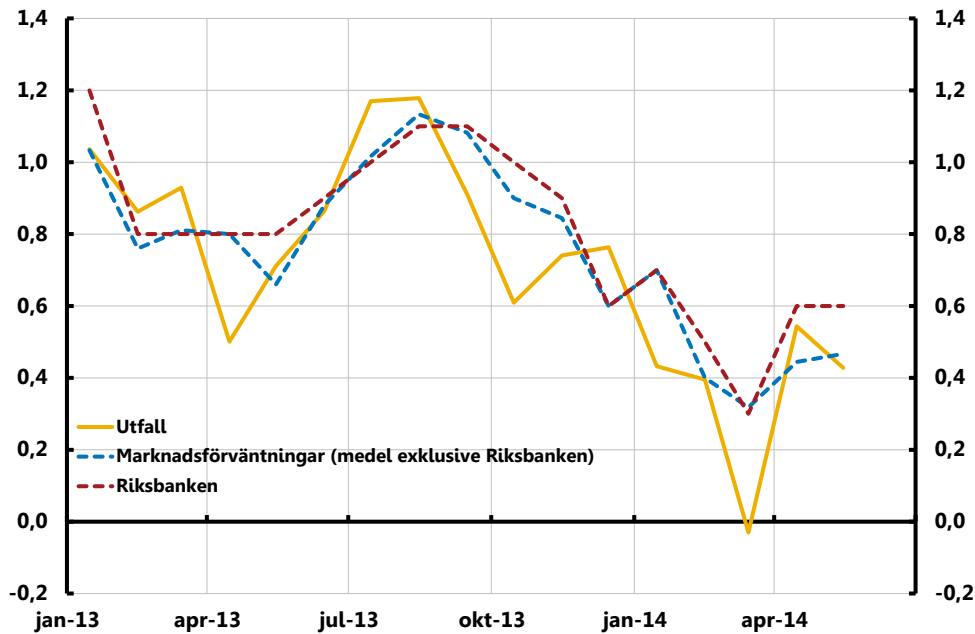


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

## Diagram 6. Riksbankens och marknadens kortsiktsprognoser för inflationen

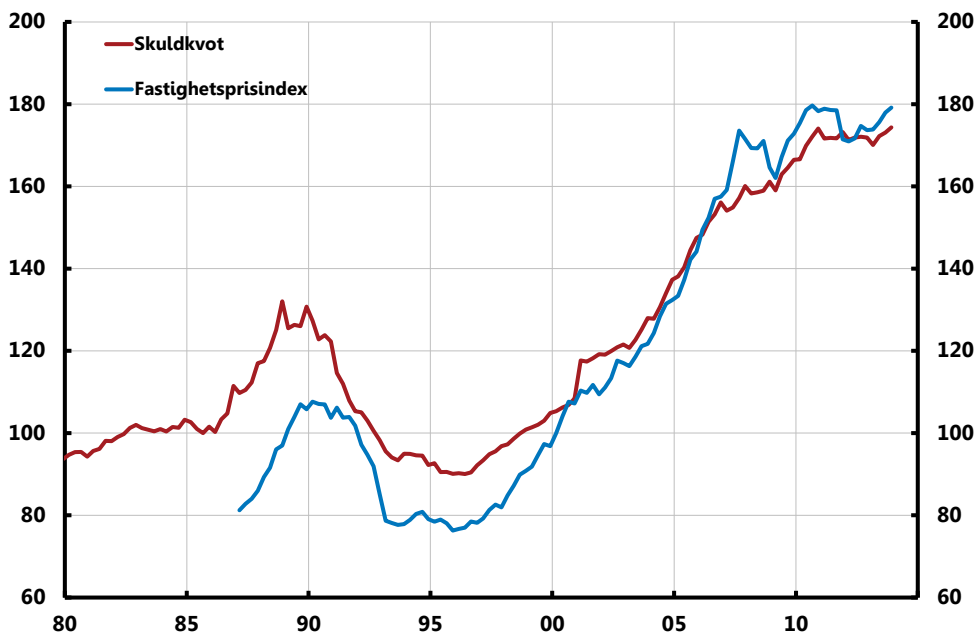
Årlig procentuell förändring



Anm. Riksbankens prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre.  
Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

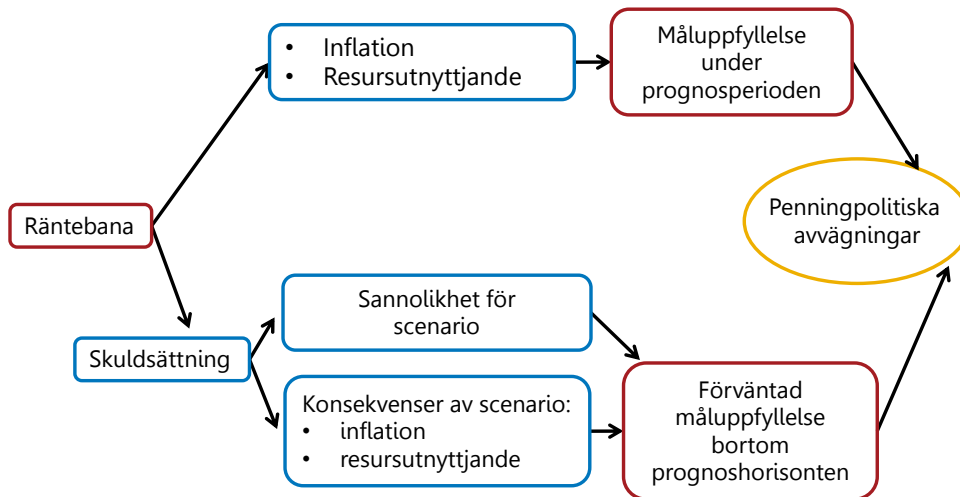
## Diagram 7. Hushållens skulder och reala bostadspriser

Procent av disponibel inkomst respektive index, 2000 kvartal 1 = 100



Anm. Skulderna avser totala skulder. Reala bostadspriser är nominellt fastighetsprisindex deflaterat med KPIF.  
Källor: SCB och Riksbanken

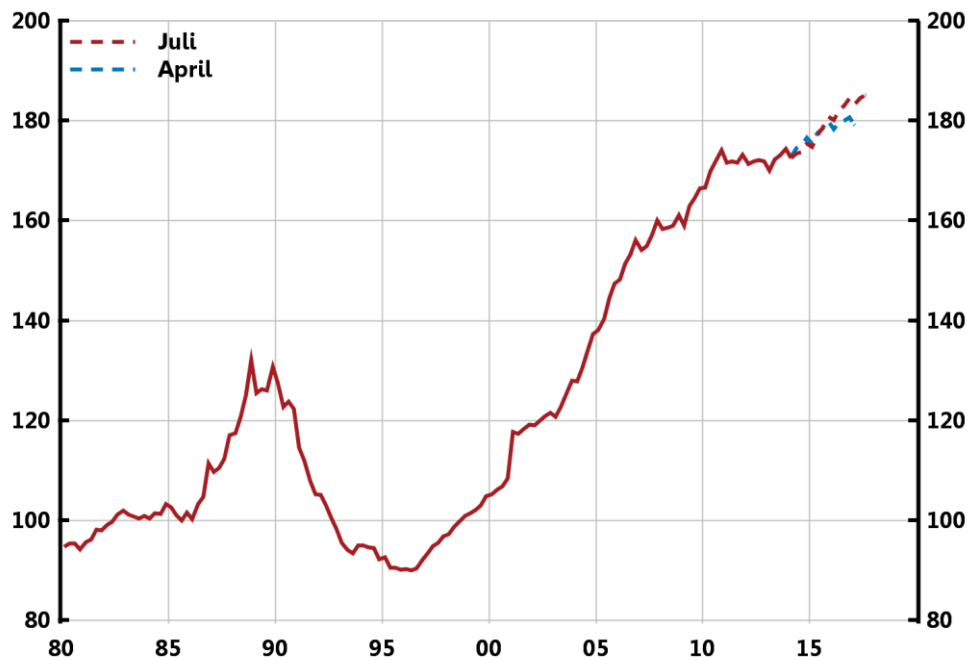
## ■ Diagram 8. Den penningpolitiska avvägningen



Källa: Riksbanken

## Diagram 9. Hushållens skulder

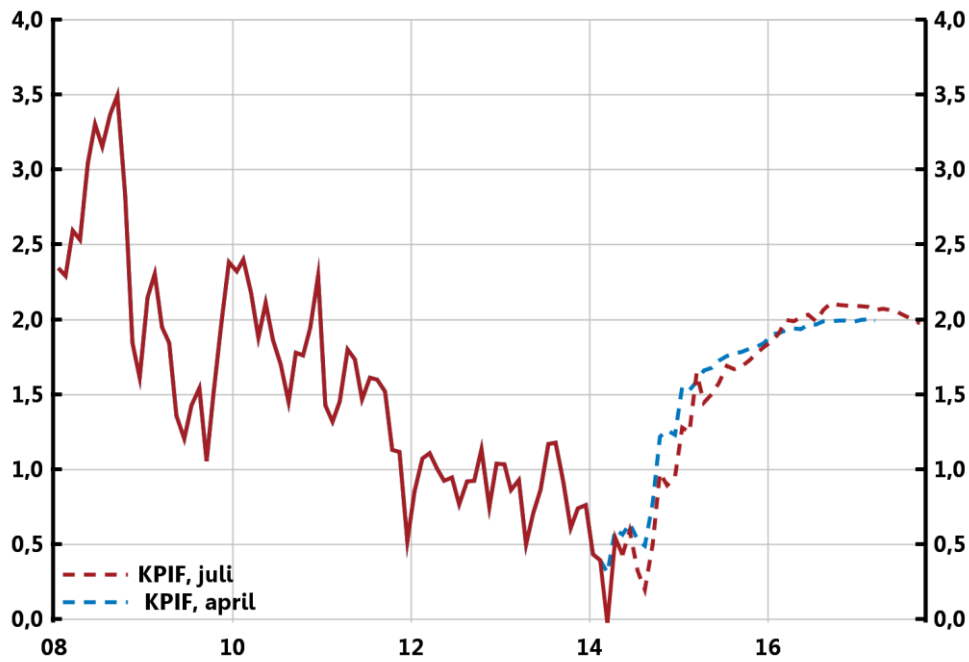
Procent av disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster. Summerade över de senaste fyra kvartalen.

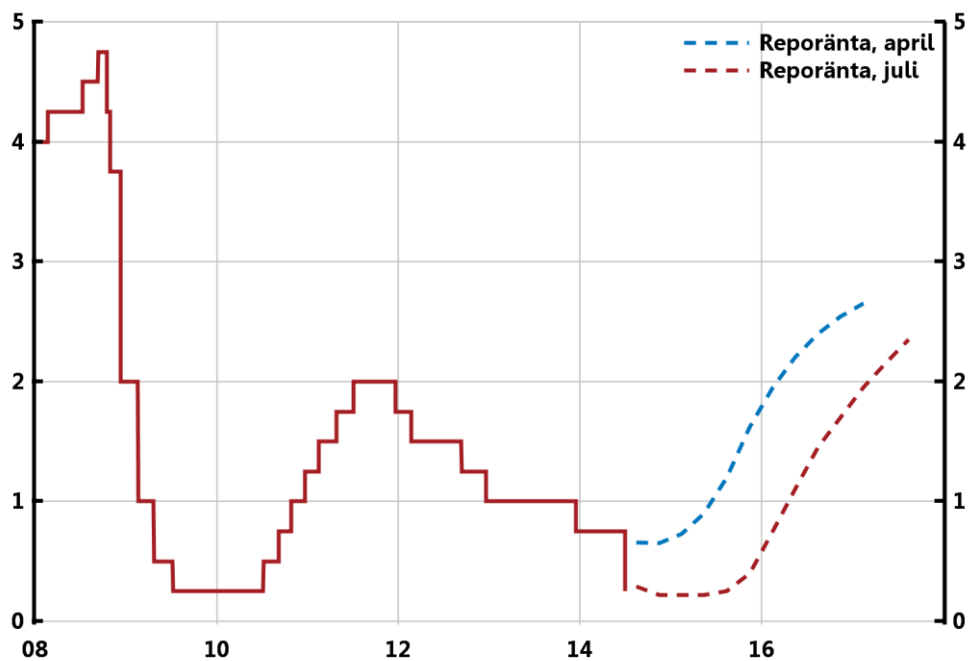
Källor: SCB och Riksbanken

■ **Diagram 10. KPIF-inflation**



Anm. Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

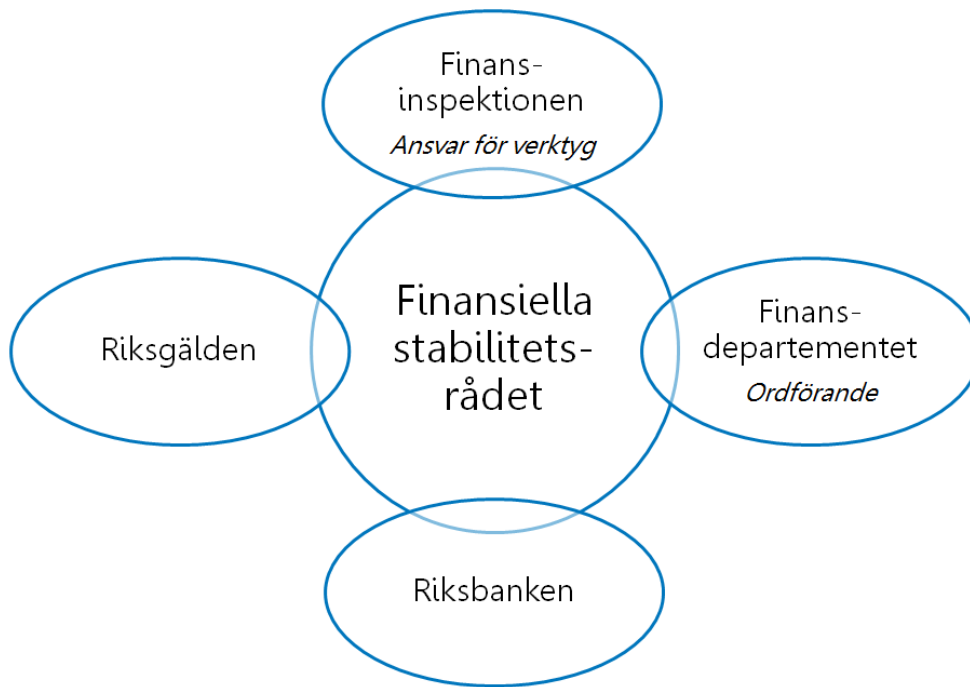
**Diagram 11. Reporänta**



Anm. Reporänta, procent. Prognos avser kvartalsmedelvärden, utfall avser dagsdata.  
Källa: Riksbanken



■ **Diagram 12. Nytt ramverk för makrotillsynen**



Källa: Riksbanken