



# ANFÖRANDE

DATUM: 21 augusti 2015  
TALARE: Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick  
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

## ■ Den aktuella penningpolitiken och det ekonomiska läget

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige ser positiv ut och Riksbankens expansiva penningpolitik fortsätter att understödja uppgången i inflationen. Det är glädjande att kunna konstatera detta när jag idag för fjärde året i rad håller ett augustital där jag utgår från det penningpolitiska beslutet i juli och diskuterar vad som hänt under sommaren. Trots att de flesta här säkert följer vad som händer på olika börser och andra marknader runt om i världen även under sommarmånaderna, hoppas jag att en uppsummering av de viktigaste händelserna kan vara till nytta för bedömningen av utsikterna inför hösten.

Sammanfattningsvis kan man säga att Grekland inte helt oväntat har varit i fokus även under sommaren. Prognoserna i vår penningpolitiska julirapport utgick ifrån att händelseutvecklingen inte skulle förhindra återhämtningen i euroområdet. Det återstår visserligen ännu en del innan det nya 3-åriga låneprogrammet formellt kan vara på plats, men min bedömning är ändå att utvecklingen än så länge är i linje med de antaganden som vi gjorde i juli.

Utvecklingen i den globala konjunkturen sedan i juli ger också stöd åt vår bedömning att vi skulle få se en gradvis förstärkning av tillväxten och att den svaga globala tillväxten under årets första kvartal var tillfällig.

Den svenska statistik som inkommit stödjer också vår syn att den svenska konjunkturen gradvis förbättras och att inflationen fortsätter stiga. Arbetslösheten blev lägre än väntat i juni medan BNP-tillväxten blev högre än väntat det andra kvartalet. Inflationen blev förvisso något lägre än vi räknat med i juni men den var samtidigt högre än väntat i juli.

Det låga ränteläget medför risker som kan skapa problem i svensk ekonomi längre fram. En hög skuldsättning bland hushållen och snabbt stigande bostadspriser kan göra den svenska ekonomin sårbar om det av någon anledning skulle inträffa en avmattning i konjunkturen. Regeringen bör därför skyndsamt se till att Sverige får ett ramverk för makrotillsynen och att Finansinspektionen får ett tydligt mandat att hantera tillsynen.

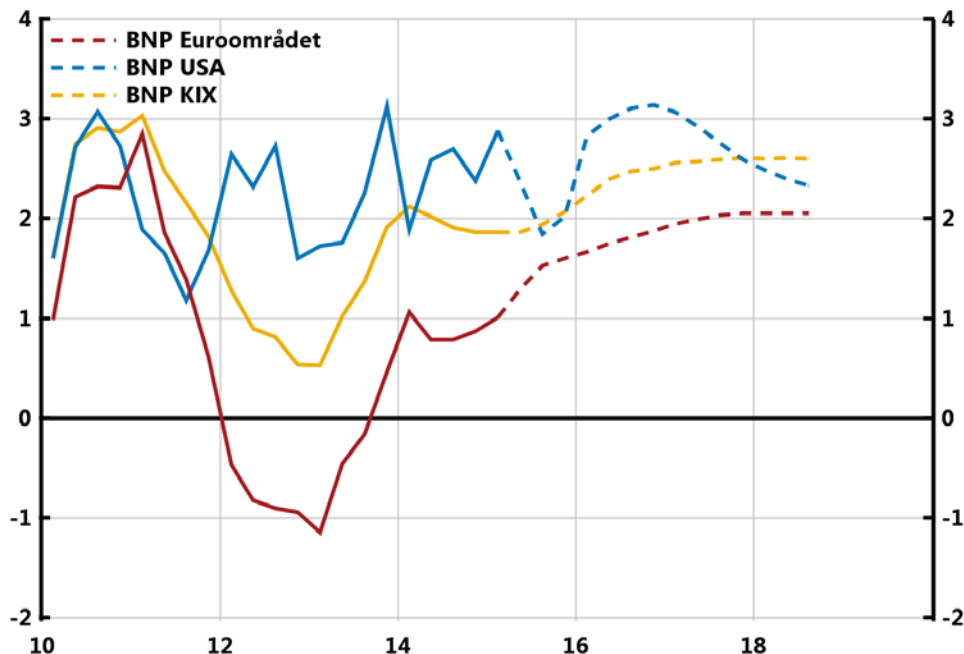
## ■ Bedömningen och beslutet i juli

### *Den globala återhämtningen fortsätter efter en tillfällig nedgång i början av året men vissa oro smoln finns kvar*

Jag vill börja med en tillbakablick på våra bedömningar inför beslutet i juli. Året inleddes med ovanligt svaga siffror för både den globala produktionen och världshandeln. Det berodde bland annat på att tillväxten kraftigt bromsade in i USA, Storbritannien, Kina och flera råvaruexporterande länder. Vi bedömde dock att detta till stor del berodde på tillfälliga faktorer och att tillväxten framöver skulle komma att uppvisa goda tillväxttal, se diagram 1.

#### Diagram 1. BNP-tillväxten förbättras gradvis i omvärlden

Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.  
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor och Riksbanken

Det finns flera faktorer som pekar på en gynnsam utveckling av världsekonomin framöver. En faktor är oljepriset som har fallit kraftigt det senaste året. Detta kan förväntas ha en positiv inverkan på tillväxten i de länder som inte är oljeproducerande. Det ger bland annat utrymme för ökad konsumtion i dessa länder, något som kan gynna den globala tillväxten.

En annan faktor är att de senaste årens relativt stora finanspolitiska åtstramningar i de stora utvecklade ekonomierna ser ut att vara över. Under 2015 och 2016 blir åtstramningarna förhållandevis små. Finanspolitiken har därför inte samma återhållande effekt på BNP-tillväxten framöver som den haft tidigare.

Ytterligare en faktor som påverkar utvecklingen i världsekonomin är den expansiva penningpolitiken runt om i världen. Den ger fortsatt stöd åt

- kreditgivningen och hjälper till att pressa upp inflationsförväntningarna, vilket gynnar både konsumtionen och investeringarna. Detta gäller i synnerhet euroområdet där inflationsförväntningarna nu har börjat stiga och utlåningen börjat visa en mer positiv utveckling. Det finns även ett uppdämt investeringsbehov i många länder efter den finansiella krisen och detta kan nu bemötas i och med att kreditförsörjningen blir bättre.

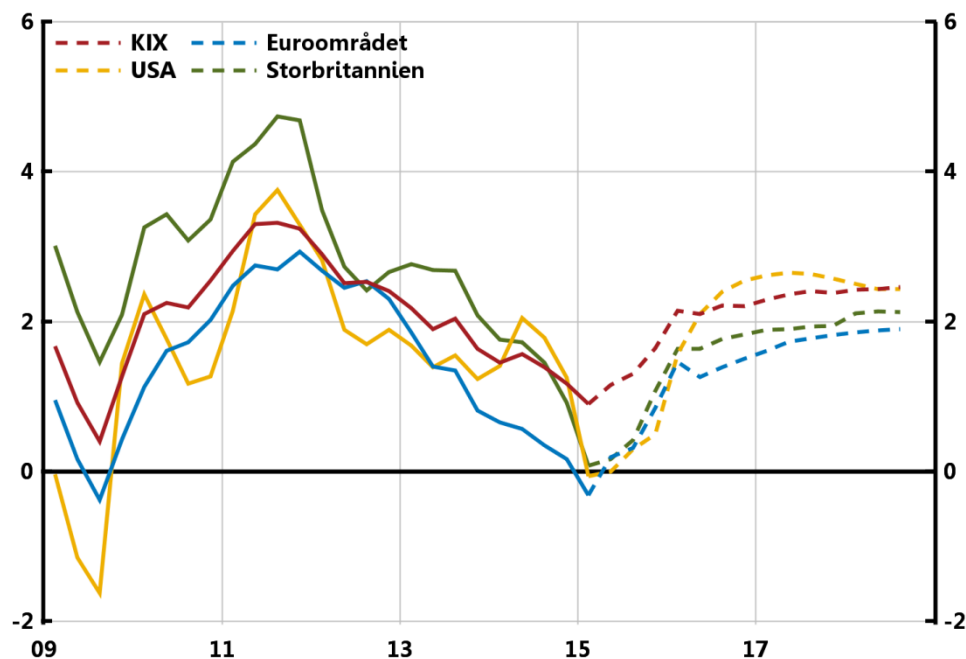
Bedömningen var alltså att flera faktorer pekar på en gynnsam utveckling av världsekonomin framöver, men vissa orosmoln finns ändå kvar. Finansieringskrisen i Grekland är fortfarande inte löst och situationen i Ryssland och Ukraina skapar också fortsatt osäkerhet.

### *Stigande global inflation framöver*

Inflationen i omvärlden har fallit under de senaste åren och har understigit inflationsmålet i många länder, se diagram 2. Det fallande oljepriset det senaste året har bidragit till denna nedåtgående trend. Men oljeprisfallens effekter på inflationen bedömdes successivt minska. Arbetslösheten sjunker också på många håll och den utvecklingen väntas fortsätta de kommande åren. Detta bidrar till en högre löneökningstakt och en stigande efterfrågan på varor och tjänster. Inflationen i omvärlden kan därför väntas stiga de närmaste åren.

#### **Diagram 2. Stigande global inflation**

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

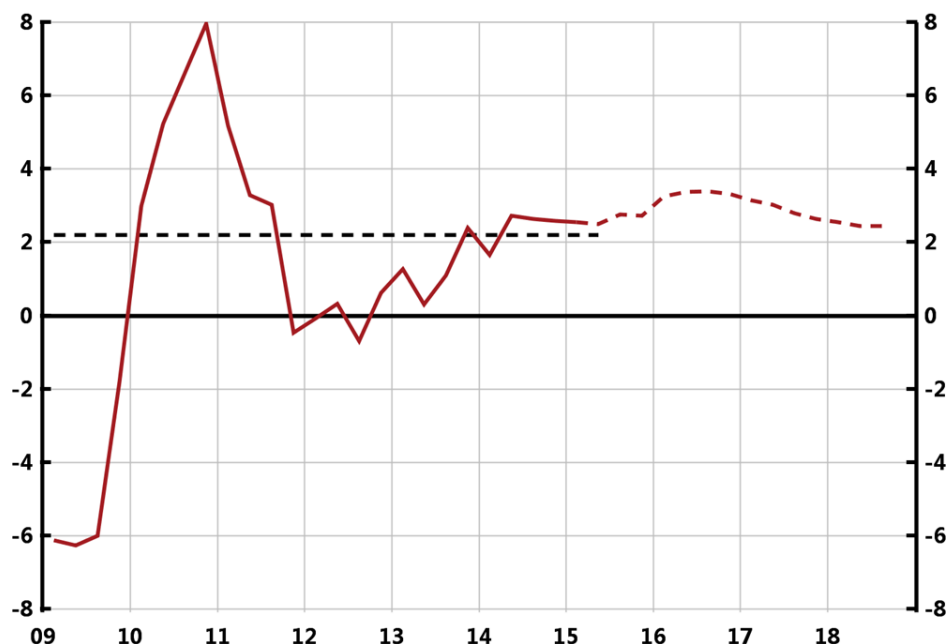
## ■ Återhämtningen i omvärlden bidrar till bred konjunkturuppgång i Sverige

Sverige är en liten öppen ekonomi och är därför beroende av vad som sker i omvärlden. Den svaga internationella efterfrågan som följt i spåren av finanskrisen har därmed inneburit en svag utveckling för svensk export. Men en fortsatt återhämtning i omvärlden kommer att gynna den svenska exporten och tillväxten framöver.

Den inhemska efterfrågan bedöms fortsätta att växa förhållandevis snabbt, bland annat tack vare en relativt stark privat konsumtion. De stigande förmögenheterna i hushållssektorn och de låga räntorna skapar utrymme för en relativt hög tillväxt i konsumtionen. Den globala återhämtningen ökar också investeringsbehovet i näringslivet och bidrar till en starkare investeringstillväxt. Efterfrågan på bostäder fortsätter att vara stark, vilket håller bostadsinvesteringarna uppe. Sammantaget innebär den allt starkare inhemska och utländska efterfrågan att BNP-tillväxten blir högre än det historiska genomsnittet de närmaste åren, se diagram 3.

### Diagram 3. BNP-tillväxten förväntas bli högre än det historiska genomsnittet de närmaste åren

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad svart linje avser genomsnitt sedan år 2000.  
Källor: SCB och Riksbanken

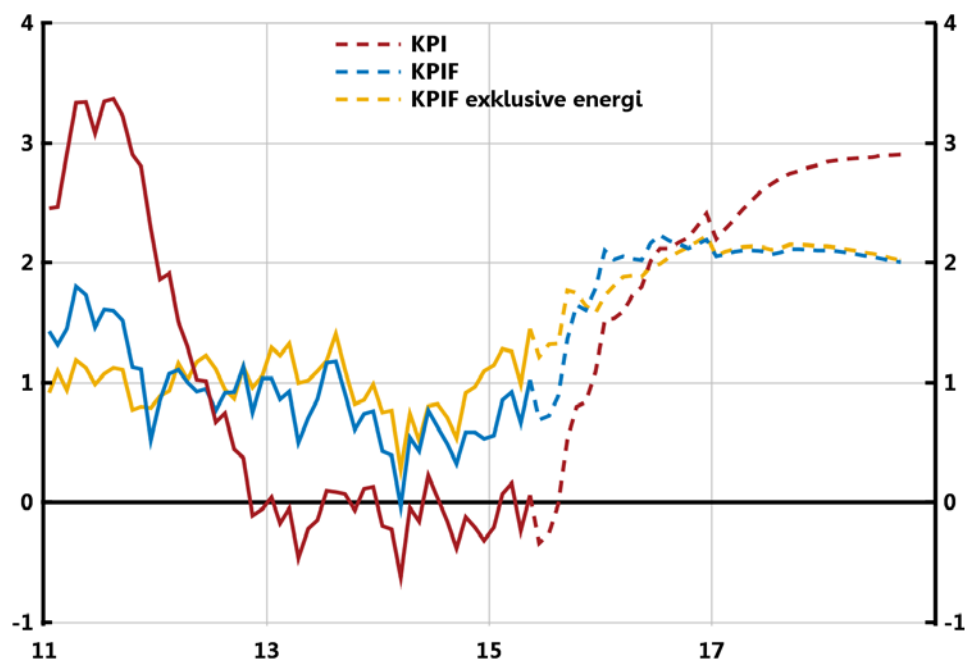
### *Goda förutsättningar för fortsatt stigande inflation i Sverige*

Den svenska inflationen är fortfarande låg precis som i många andra länder i vår omvärld, se diagram 4. Sedan en tid tillbaka stiger dock inflationen mätt med KPIF exklusive energi och flera olika indikatorer pekar på att den kommer att fortsätta stiga.

Den allt starkare omvärldskonjunkturen leder till både högre internationella priser och högre efterfrågan på svenska varor och tjänster. Den inhemska efterfrågan blir också högre och bidrar till ett stigande pristryck. Försvagningen av den svenska kronan under det senaste året har gjort att importen av varor och tjänster blivit dyrare, vilket tenderar att öka konsumentpriserna. Växelkursförsvagningen har inte heller fått sitt fulla genomslag på priserna ännu. Importpriserna väntas stiga ytterligare en tid innan bidraget till högre inflation från växelkursen avtar.

#### Diagram 4. Inflationen stiger mot målet

Årlig procentuell förändring



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

#### *En mer expansiv penningpolitik ger stöd åt uppgången i inflationen*

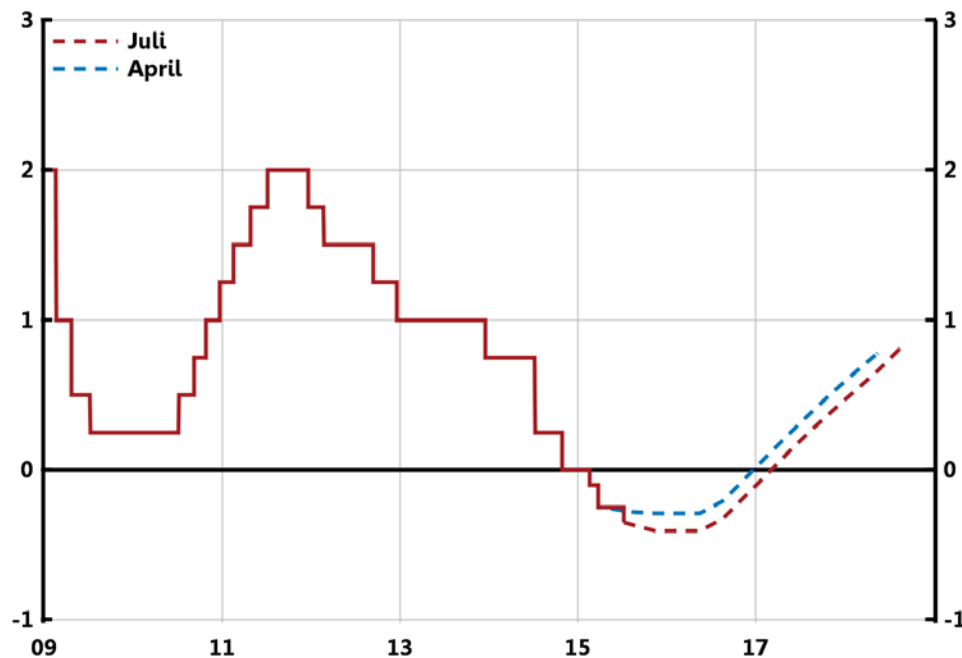
Riksbanken har satt in kraftfulla åtgärder för att sänka det allmänna ränteläget i svensk ekonomi och därmed göra penningpolitiken mer expansiv. Reporäntan har sänkts till negativa nivåer. Vi har även gjort omfattande köp av svenska statsobligationer. Även om det är svårt att särskilja olika åtgärders effekter på ekonomin är vår bedömning att penningpolitikens genomslag i stort sett fungerar som förväntat. De räntor som hushåll och företag möter på lån med kort löptid har sjunkit ungefär i takt med reporäntan. Data från de finansiella marknaderna tyder även på att tillgångsköpen har haft avsedd effekt. Vår avsikt med denna expansiva penningpolitik har varit att öka inflationstakten så att den närmar sig målet på 2 procent. Den underliggande inflationen har också som jag nämnt uppvisat en uppåtgående trend sedan en tid tillbaka, samtidigt som konjunkturen stärkts och läget på arbetsmarknaden blivit gradvis bättre.

Men även om utvecklingen i stort sett gått åt rätt håll är osäkerheten fortsatt stor. I euroområdet stärks konjunkturen, men flera länder tyngs alltjämt av en hög skuldsättning och av ännu olösta strukturproblem. Händelseutvecklingen i Grekland är också en påtaglig risk. Om läget förvärras kan oron komma att spridas till andra länder i valutaområdet. Osäkerheten om hur kronan kommer att utvecklas är en annan risk. De förhållandevis stora rörelserna på valutamarknaden gör det svårt att bedöma växelkursens fortsatta utveckling. En alltför stark växelkurs kan riskera att bryta den inflationsuppgång som har påbörjats.

Mot denna bakgrund bedömde vi i juli att penningpolitiken behövde bli något mer expansiv för att säkerställa att inflationen fortsätter att stiga mot målet på 2 procent. Vi beslutade därför att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,35 procent, se diagram 5. Vi beslutade dessutom att utöka köpen av statsobligationer med 45 miljarder kronor fram till årets slut, se diagram 6. De köp som beslutades i april bedöms vara avslutade i september och då tar de nya köpen vid. Vid årets slut väntas Riksbanken ha genomfört köp av nominella statsobligationer till ett sammanlagt nominellt belopp av 135 miljarder kronor. Detta motsvarar ungefär 20 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer och ungefär 4 procent av BNP.<sup>1</sup> Fortsätter ECB att köpa statsobligationer i samma takt som hittills kommer deras köp vid årets slut att motsvara ungefär 7 procent av stocken och, även där, 4 procent av BNP.

#### Diagram 5. Reporäntan sänktes i juli

Procent



Källa: Riksbanken

Riksbanken har framställts som särskilt "sträng" jämfört med andra centralbanker eftersom vi tar ut en negativ ränta av bankerna när de sätter in

<sup>1</sup> Att det blir 4 procent av BNP beror på att det nominella beloppet 135 miljarder kronor hade ett marknadsvärde motsvarande 160 miljarder kronor.

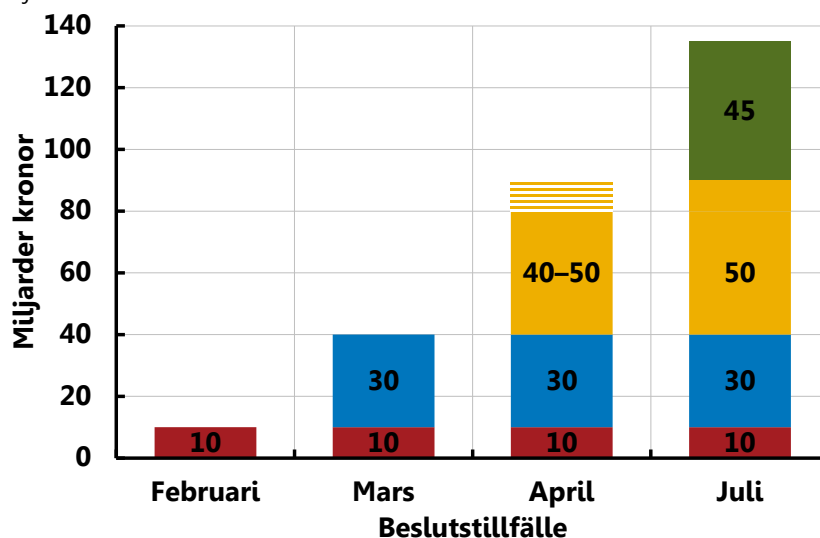
- sina pengar hos oss. Jag vill understryka att Riksbanken vare sig försöker vara snäll eller sträng. Räntesättningen på bankernas inlåning i Riksbanken är en del av den penningpolitiska transmissionsmekanismen och ett sätt att ytterligare sänka räntorna i svensk ekonomi för att inflationen ska fortsätta att stiga mot målet. På så sätt bidrar vi till att pris- och lönebildningen i samhället fungerar bättre, vilket ger förutsättningar för en god ekonomisk utveckling.

Det kan vara värt att påpeka att Riksbanken i denna del inte på något sätt är unik. Våra centralbankskollegor i exempelvis Schweiz och Danmark har liknande system, även om vissa detaljer skiljer sig åt. Den schweiziska centralbanken har exempelvis valt att begränsa hur mycket av bankernas inlåning som ska belastas med negativ ränta och en viss del av inlåningen i den danska centralbanken är också räntefri. Men den effektiva räntan som bankerna i dessa länder betalar är trots detta i nivå med vad de svenska bankerna betalar.

Jag kan också konstatera att de fyra svenska storbankerna gjorde en vinst på närmare 44 miljarder kronor under första halvåret. Under samma tid har de fått betala runt 90 miljoner kronor på sin inlåning i Riksbanken, som en följd av de negativa räntorna.

#### Diagram 6. Köpen av statsobligationer utökas med 45 miljarder kronor fram till årets slut

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

### Utvecklingen under sommaren

#### *Grekland har varit i fokus*

Som ni vet tog det grekiska folket i en folkomröstning i början av juli ställning emot det förslag på åtgärder som landets långivare presenterat. Men parlamentet beslutade ändå kort därpå att vidta omfattande reformer och besparingar. Man har därmed kunnat nå en principöverenskommelse om ett tredje stödprogram och det pågår förhandlingar om detaljerna i programmet.

Det kommer dock att dröja innan vi fullt ut förstår vilka effekter sommarens diskussioner om Greklands framtid kommer att få på eurosamarbetet och euroområdet utveckling. Å ena sidan var det en lättnad att euroområdet lyckades komma överens om ett nytt avtal med Grekland. Å andra sidan kan förtroendet för euroområdet och Grekland ha skadats ytterligare vilket skapar osäkerhet som ytterligare kan fördröja den tillväxt som området så väl behöver.

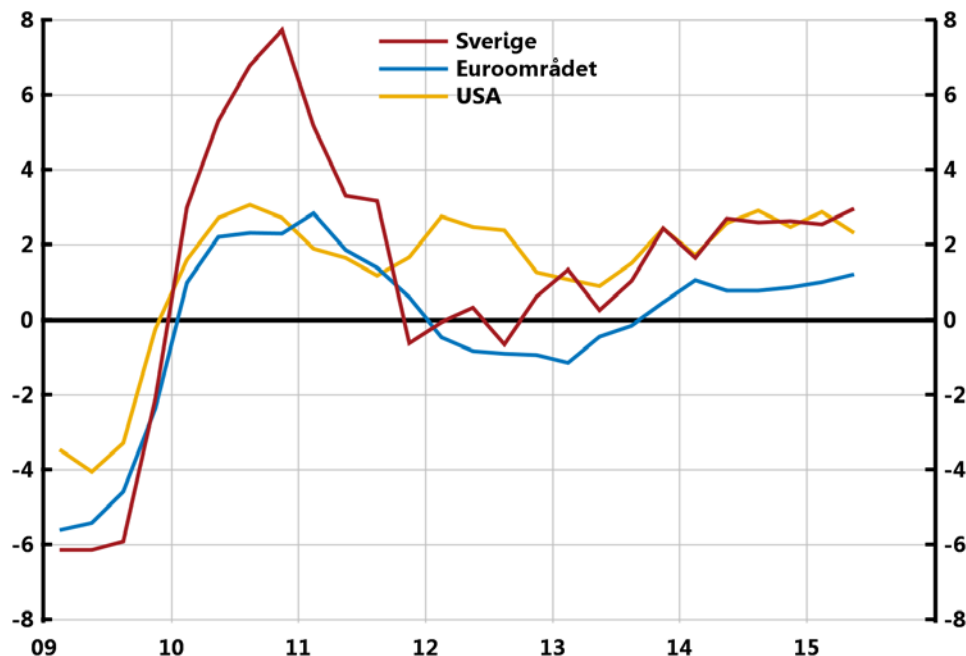
Ett stort frågetecken är fortfarande om Grekland kommer att lyckas återhämta sig utan några skuldnedskrivningar. Där har ju bland annat IMF varit mycket tydliga med att sådana behövs för att skapa rimliga förutsättningar för en återhämtning.

Än så länge har inte krisen medfört någon större turbulens på de finansiella marknaderna eller några andra påtagliga negativa effekter i andra länder. Det innebär att utvecklingen i stort kan sägas vara i linje med vad vi räknat med.

Vad gäller euroområdet som helhet har optimismen bland hushåll och företag mattats av något de senaste månaderna, förmodligen som en följd av krisen i Grekland. I den senaste enkätundersökningen från juli stiger dock optimismen åter bland företagen, vilket kan bero på att det tredje stödprogrammet för Grekland verkar vara inom räckhåll. BNP-tillväxten i euroområdet för andra kvartalet jämfört med samma kvartal förra året kom in enligt vår prognos på 1,2 procent.

### Diagram 7. BNP-tillväxten andra kvartalet kom in högre än vår prognos i Sverige och enligt prognos i euroområdet och USA

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: Bureau of economic analysis, Eurostat och SCB



## ■ *Utvecklingen i USA ser fortsatt god ut*

I USA ser vi fortsatta tecken på en god ekonomisk utveckling. BNP steg med drygt två procent andra kvartalet jämfört med samma kvartal förra året, se diagram 7, helt i linje med vår prognos. Hushållens konsumtion fortsätter att vara stark. Även exporten steg tydligt det andra kvartalet trots att dollarn stärkts en tid. Bostadsmarknaden fortsätter att återhämta sig och det skapas allt fler jobb. Arbetslösheten sjönk till den lägsta nivån sedan 2008.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve signalerade i slutet på juli att den ligger kvar med planerna på att höja styrräntan i år. Arbetsmarknaden bedöms kunna utvecklas bättre än vad man tidigare trott och det behövs endast "några" ytterligare förbättringar innan penningpolitiken kan behöva stramas åt.

Men även om de flesta tecknen pekar åt rätt håll i den amerikanska ekonomin har den senaste tidens statistik över löneutvecklingen legat på relativt låga ökningstakter. Under de senaste tolv månaderna har lönerna inte ökat med mer än omkring 2 procent. Inflationen är också fortfarande på en låg nivå, vilket återspeglar tidigare nedgångar i energipriser och sjunkande priser på icke-energirelaterad import.

## *Förhållandevis lugnt på de finansiella marknaderna*

Trots de farhågor man kunde ha inför sommaren om utvecklingen på de finansiella marknaderna har det överlag inte varit några stora rörelser i räntor och växelkurser. Kronan försvagades ungefär som väntat vid räntebeslutet i början av juli. Sedan dess har den försvagats ytterligare, och sedan förstärkts, men den ligger ändå i linje med vår prognos, se diagram 8. Man ska dock inte dra för stora växlar på kronans rörelser med tanke på den tunna handel som råder under sommaren.

Det har inte heller varit några större svängningar på börserna i Sverige, euroområdet (med undantag av den grekiska börserna) och USA. Börsnivåerna är ungefär som början på juli, se diagram 9. Börsutvecklingen i Kina har däremot varit desto mer dramatisk med kraftiga börsfall sedan i mitten på juli. Nedgången ska dock ses i ljuset av att aktiepriserna steg med runt 100 procent under första halvåret i år. Trots den kraftiga nedgången är aktiepriserna fortfarande betydligt högre än i början av året. Fallet i aktiepriserna väntas inte heller få några större effekter på den kinesiska tillväxten.

Den kinesiska centralbankens beslut att devalvera valutan kom som en överraskning för marknaden. Devalveringen motiverades med att yuansen stärkts kraftigt de senaste åren. Men ett annat motiv kan vara att den kinesiska regimen vill skapa förutsättningar för att yuansen så småningom ska kunna bli en reservvaluta. Detta med tanke på att även riktlinjerna för den dagliga prissättningen av valutan ändrades och blev mer marknadsstyrd i samband med devalveringen. Men man kan inte heller utesluta att devalveringen är ett tecken på att den kinesiska ekonomin är svagare än vi tidigare trott.

■ **Diagram 8. Kronan försvagades i samband med räntebeslutet och är i linje med vår prognos**

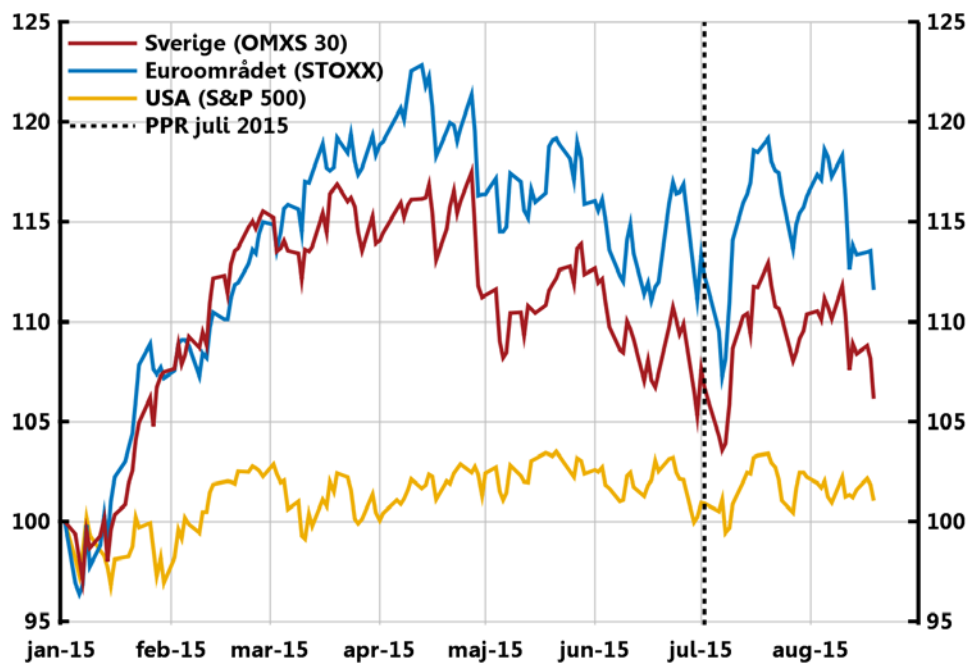
Index, 1992-11-18 = 100



Källa: Riksbanken

**Diagram 9. Börserna i Sverige, euroområdet och USA ungefär som i början av juli**

Index, 2015-01-02 = 100

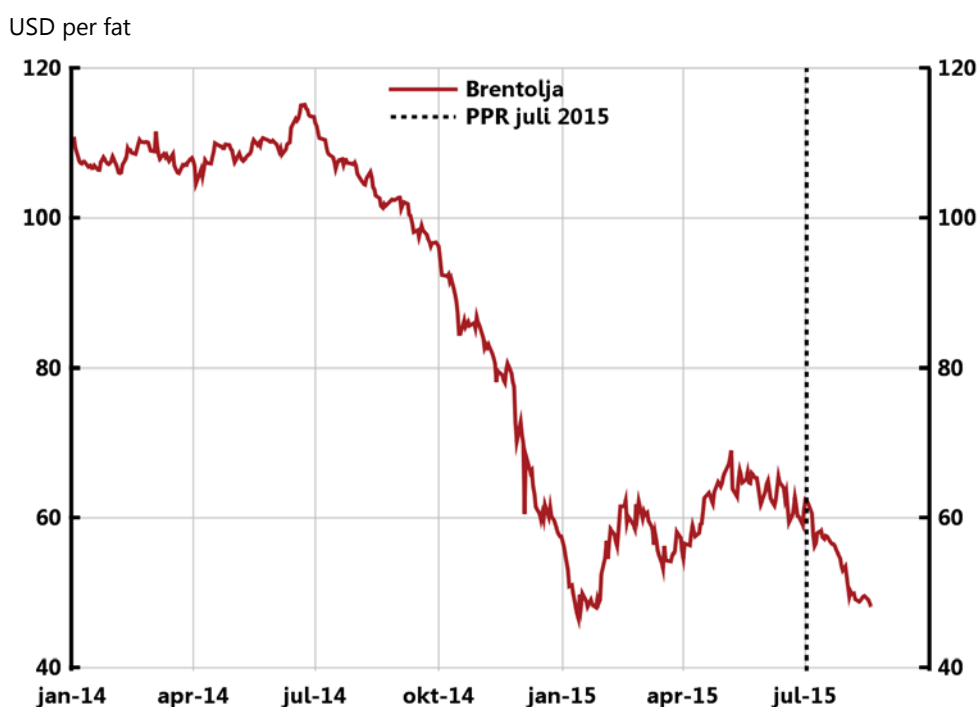


Källa: Riksbanken

## ■ *Fallet i oljepriset kan komma att bidra till lägre inflation i omvärlden*

Oljepriset har sedan början på juli fallit med omkring 10 dollar per fat, se diagram 10. Det har därmed blivit lägre än vad vi trodde i vår prognos. Terminspriseringen indikerar även ett lägre oljepris de kommande åren än vi räknat med. Inflationen i omvärlden kan därmed komma att bli lite lägre än vår tidigare bedömning. Men det lägre oljepriset kan också vara positivt för tillväxten och efterfrågan i de oljeimporterande länderna, vilket skulle kunna motverka den direkta effekten nedåt på inflationen.

**Diagram 10. Fallande oljepris sedan början av juli**



Källa: Macrobond

## *Svensk ekonomi fortsätter utvecklas starkt*

Enligt snabbversionen av nationalräkenskaperna växte BNP under andra kvartalet med 3,0 procent jämfört med samma kvartal förra året, se diagram 7, vilket var mer än vad både marknaden och vi hade räknat med. Trots att BNP-tillväxten var lite starkare än väntat var både konsumtionen och investeringarna lite svagare, vilket motverkades av en oväntat svag import. Antalet arbetade timmar utvecklades ungefär som väntat, vilket innebär att arbetsproduktiviteten utvecklades starkare än vad vi antog i den penningpolitiska rapporten i juli.

Under sommaren (juni och juli) har arbetslösheten blivit lägre än vår prognos samtidigt som arbetskraften och sysselsättningen utvecklades svagare än väntat. Dock är AKU-statistiken extra osäker under sommarmånaderna, vilket gör det svårt att dra några bestämda slutsatser. Det krävs ytterligare utfall för

■ att kunna fastställa om den tidigare positiva utvecklingen i sysselsättningen och arbetskraften verkligen har dämpats.

Våra framåtblickande indikatorer på efterfrågan på arbetskraft talar sammantaget för att arbetsmarknaden kommer att fortsätta förbättras framöver. Antalet varsel är fortsatt lågt och nyanmälda platser hos arbetsförmedlingen ligger på en hög nivå. Anställningsplanerna i konjunkturbarometern steg något i juli efter att ha fallit tidigare under året, och tyder på stigande sysselsättning i näringslivet.

Konjunkturinstitutets barometerindikator, som sammanfattar företagens och hushållens syn på ekonomin, steg i juli, se diagram 11. Det är tredje månaden i rad som indikatorn överstiger det historiska genomsnittet och därmed pekar på en något starkare tillväxt än normalt i svensk ekonomi. Hushållens förtroende för ekonomin som helhet dämpades däremot ytterligare i juli även om synen på den egna ekonomin fortfarande är mer positiv än normalt.

### Diagram 11. Barometerindikatorn steg i juli

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

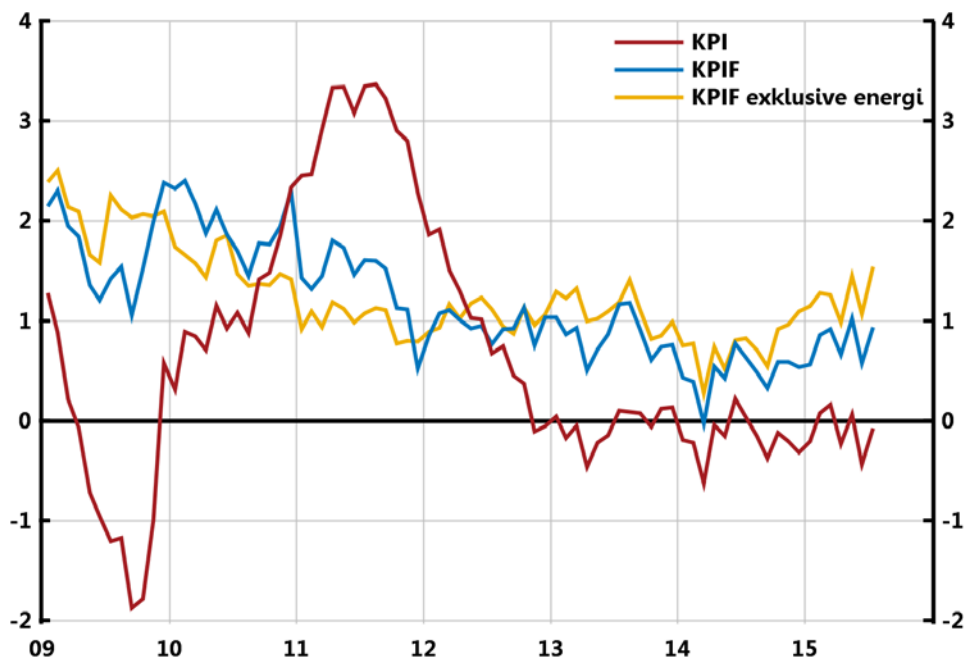
Inflationsförväntningarna enligt penningmarknadsaktörerna i Prosperas undersökning på 1, 2 och 5 års sikt har i stort sett varit oförändrade under sommaren. De långsiktiga inflationsförväntningarna på 5 års sikt är för närvarande runt 1,8 procent.

Inflationen mätt med KPIF uppmättes till 0,6 procent i juni och till 0,9 procent i juli, se diagram 12. Utfallet i juni var lägre än vår prognos. Det är svårt att peka på någon enskild komponent som bidrog till prognosfelet – varupriserna, tjänstepriserna och livsmedelspriserna ökade samtliga något långsammare än väntat. Utfallet i juli var däremot högre än vår prognos. Det var framför allt de volatila flyg- och paketresorna som blev högre än vi räknat med, men även

- mat- och klädpriser överraskade på uppsidan. Sammantaget har sommarens utfall legat i linje med våra prognoser.

## Diagram 12. Inflationen på väg upp

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

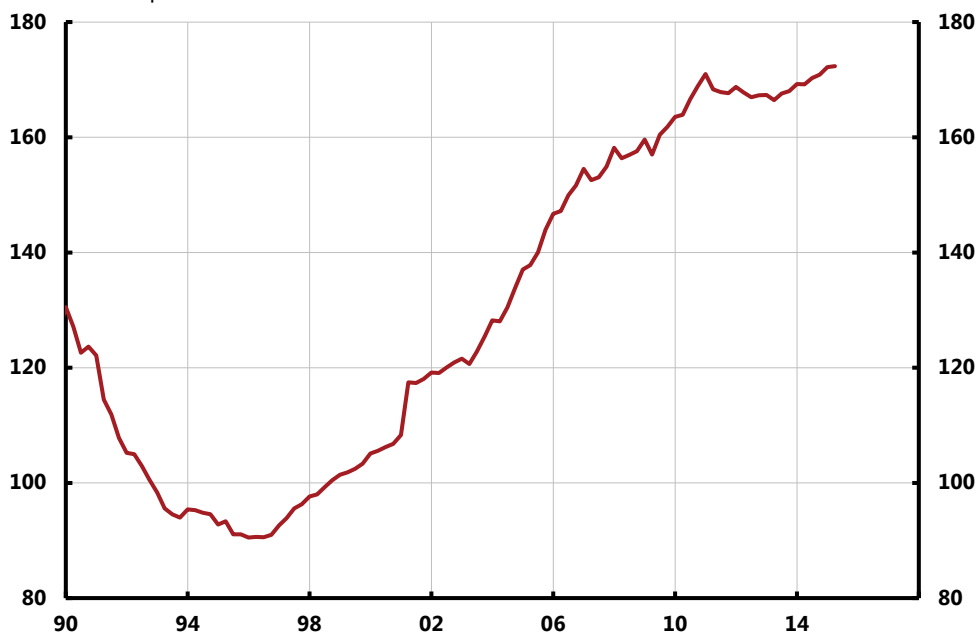
## Det låga ränteläget medför risker

### *Ökande skuldsättning och stigande bostadspriser*

Det låga ränteläget bidrar till att hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten kommer att fortsätta öka och att bostadspriserna kommer att fortsätta uppåt. Detta skapar risker som kan hota den ekonomiska utvecklingen framöver. Om det av något skäl skulle uppstå en ekonomisk inbromsning kan denna komma att förstärkas kraftigt när skuldsatta hushåll kan tvingas skära ned på konsumtionen och andra utgifter, i synnerhet om bostadspriserna också skulle falla i samband med detta. Det är därför viktigt att hushållens skulder inte fortsätter att öka. Deras skulder har ökat mer än de disponibla inkomsterna sedan mitten på 1990-talet och skuldkvoten ligger nu på lite drygt 170 procent, vilket är en rekordhög nivå, se diagram 13.

### Diagram 13. Hushållens skulder på rekordhög nivå

Procent av disponibel inkomst



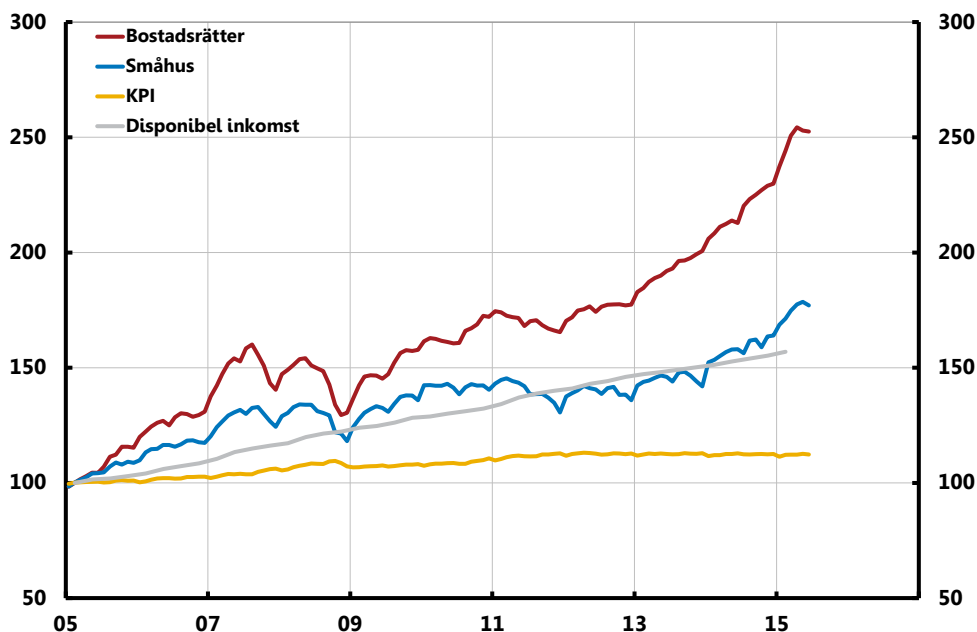
Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.  
Källa: SCB

Som framgår av diagram 14 har bostadspriserna, och i synnerhet bostadsrättspriserna, ökat mycket snabbt de senaste tio åren. Priserna på bostadsrätter har mer än fördubblats sedan 2005. Vi kan också se att bostadsrättspriserna ökat kraftigt i förhållande till konsumentprisindex de senaste tio åren, men också i förhållande till disponibel inkomst är ökningen påtaglig.

Denna utveckling tyder på att det finns strukturella problem på den svenska bostadsmarknaden. Att hyresmarknaden fungerar illa är ett problem. Ett annat att det byggs för få bostäder. Diagram 15 visar att befolkningen ökat betydligt mer än antalet färdigställda bostäder de senaste tio åren, vilket är en indikation på att bostadsbyggandet varit för lågt. Trots att bostadsinvesteringarna nu ökar är det viktigt att strukturproblemen på bostadsmarknaden diskuteras så att vi på längre sikt kan få en större effektivitet på denna marknad. Flera utredningar har lagt fram förslag om vad som behöver göras, senast i en bilaga till långtidsutredningen. Att inte ha en fungerande bostadsmarknad innebär inte bara ett problem för skuldsättningen utan kan också utgöra ett hot mot en sund samhällsutveckling och kan skapa konflikter mellan generationerna.

## Diagram 14. Bostadspriserna har ökat kraftigt de senaste åren

Index, 2005 kv 1=100

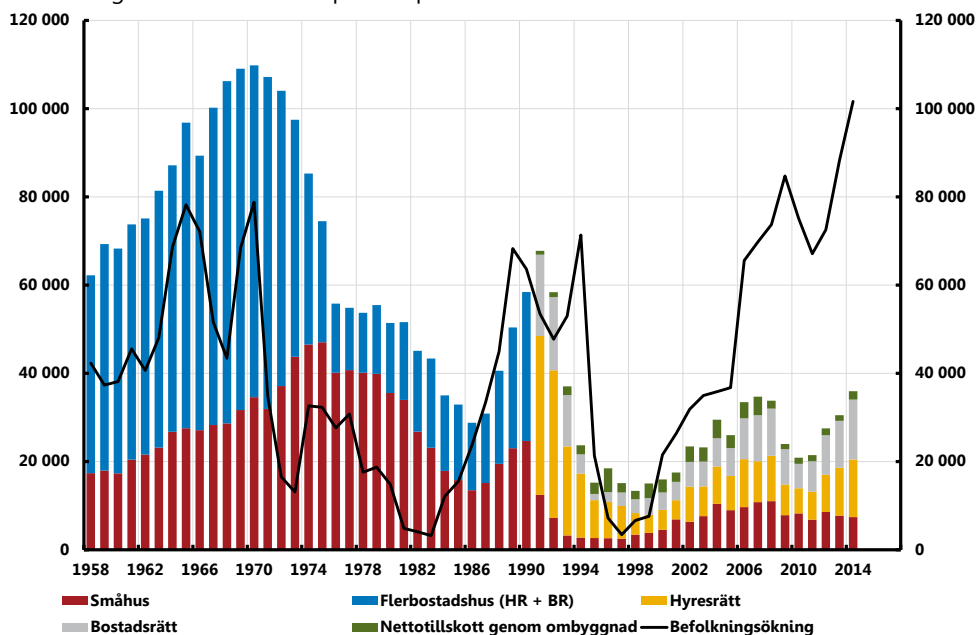


Anm. Bostadsrätter, Småhus och KPI avser månadsdata. Disponibel inkomst avser kvartalsdata, fyra kvartals glidande medelvärde.

Källor: SCB och Valueguard

## Diagram 15. Befolkningsökningen har varit betydligt större än antalet färdigställda bostäder de senaste tio åren

Antal färdigställda bostäder respektive personer



Källor: SCB och Riksbanken

Riksbanken har länge påtalat riskerna med hushållens höga skuldsättning och har tidigare också i någon utsträckning vägt in dem i räntebesluten, genom att

■ sätta räntan något högre än vad som annars hade varit fallet. Hur mycket sådana hänsyn faktiskt påverkat politiken – hur mycket högre räntan egentligen varit – har dock överdrivits kraftigt i debatten. Det finns helt enkelt gränser för hur mycket styrräntan kan användas i det syftet. Och låt mig understryka huvudfokus för penningpolitiken har hela tiden varit att få inflationen mot målet och åstadkomma en god realekonomisk utveckling.

### ***Trovärdighet för inflationsmålet en bindande restriktion***

En förutsättning för att en centralbank ska kunna använda styrräntan för att motverka finansiella obalanser är att förtroendet för inflationsmålet är grundmurat och att inflationsförväntningarna är väl förankrade runt målet. Det här är en mycket viktig förutsättning och jag skulle hävda att det är en bindande restriktion, det vill säga att om detta inte är uppfyllt så har centralbanken inget utrymme att ta några andra hänsyn.

När Riksbanken för några år sedan vägde in riskerna med en alltför snabbt ökande skuldsättning och stigande bostadspriser i de penningpolitiska besluten fanns det inte några skäl att ifrågasätta förtroendet för inflationsmålet. Det var väl etablerat och de långsiktiga inflationsförväntningarna låg strax över 2 procent.

Men det som sedan hänt är att Riksbanken och andra bedömare vid flera tillfällen har överraskats av att inflationen blivit lägre än väntat och därför successivt tvingats revidera ner inflationsprognoserna. Allteftersom perioden med en inflation lägre än målet blivit allt längre har också ekonomins aktörer justerat ned sina inflationsförväntningar. Under 2013 och 2014 sjönk exempelvis de femåriga inflationsförväntningarna i Prosperas enkätundersökning mer eller mindre trendmässigt till en bit under 2 procent. Ju längre tid de långsiktiga förväntningarna avviker från målet, och ju större avvikelser är, desto större är risken att inflationsmålet börjar förlora sin roll som riktmärke för pris- och lönesättningen. På det sättet kan förväntningarna få ett genomslag på den faktiska inflationen, vilket riskerar att minska förväntningarna ytterligare, och så vidare, i en negativ självförstärkande process. Det läge som uppstår kan bli mycket problematiskt att ta sig ur.

Det är i ljuset av detta som de snabba sänkningarna av reporäntan sedan mitten av 2014 ska ses, liksom de köp av statsobligationer som under senare tid varit en kompletterande del av penningpolitiken. Riksbanken är den myndighet som har det uttryckliga ansvaret för att inflationsmålet uppnås. Vi ska visserligen också verka för att det finansiella systemet ska vara stabilt och fungera väl, via formuleringen i riksbankslagen om att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Men det sistnämnda är en uppgift som vi delar med regeringen, Finansinspektionen och Riksgälden. Och den främsta försvarslinjen när det gäller att motverka framväxten av finansiella obalanser är makrotillsynen och de verktyg som Finansinspektionen tilldelats det huvudsakliga ansvaret för.

### ***Finansinspektionens mandat och verktyg för makrotillsyn behöver förtydligas i lag***

Det är därför mycket olyckligt att det har visat sig att det finns tveksamheter kring vilka legala möjligheter Finansinspektionen egentligen har att använda



■ vissa verktyg – såsom varit fallet när det gäller amorteringskravet.<sup>2</sup> Beslutet att ge Finansinspektionen ansvaret för makrotillsynen föregicks av en ganska intensiv debatt där andra möjliga lösningar också fanns på bordet. Man kan därför utgå ifrån att det beslut som slutligen fattades verkligen avspeglar den lösning man önskade från politiskt håll. Då är det givetvis centralt att man också ser till att Finansinspektionen utrustas med så effektiva verktyg som möjligt för att kunna fullgöra sitt uppdrag på ett bra sätt. Och om man efter hand upptäcker att det råder tveksamheter kring vissa delar av mandatet är det förstås viktigt att detta åtgärdas utan dröjsmål.

För att undvika att en framtida konjunkturedgång blir djupare än normalt till följd av den höga skuldsättningen är det därför av största vikt att regeringen skyndsamt ser till att Sverige får ett fungerande ramverk för makrotillsynen och Finansinspektionen ett tydligt mandat. Det har snart gått sju år sedan finanskrisens bröt ut. En av de viktigaste lärdomarna av krisen är vikten av en fungerande makrotillsyn så att man tidigt kan identifiera finansiella obalanser och snabbt vidta åtgärder. Det finns en stor samstämmighet om vilka obalanser som byggts upp i den svenska ekonomin men det verkar finnas en "inaction bias", som innebär att ingen myndighet vidtagit adekvata åtgärder. Vad som behövs är en ordning där makrotillsynen fyller en viktig roll och, i samspel med finans- och penningpolitiken, kan motverka uppkomsten av finansiella obalanser.

Riksbankens bedömning är att ett amorteringskrav motsvarande åtminstone Finansinspektionens förslag snarast bör införas. Men därutöver behövs även ytterligare åtgärder för att minska hushållens vilja att skuldsätta sig. Tänkbara åtgärder är exempelvis ett sänkt ränteavdrag, införande av ett skuldkvotstak och en skärpning av kraven för bankernas kreditprövning av enskilda hushåll. Det behövs även mer strukturella åtgärder som ökar utbudet av bostäder och som leder till en bättre fungerande bostadsmarknad som jag redan nämnt. Men sådana reformer kan endast införas gradvis och det kommer därför att dröja innan de kan få någon påtaglig effekt på hushållens skuldsättning.

## Nästa penningpolitiska beslut presenteras den 3 september

För att sammanfatta anser jag att det är av största vikt att mandatet för makrotillsynen förtydligas och att tillämpningen av de olika verktygen inte går i stå. Det finns idag en stor medvetenhet om att en långsiktigt hållbar lösning kräver ett helhetsgrepp som involverar flera politikområden. Ändå finns risken att mer genomgripande åtgärder och reformer upplevs som så tungrodda och svårhanterliga att man från politiskt håll hellre avvaktar och hoppas på det bästa. En möjlig väg framåt för att dels få saker att hända, dels öka våra kunskaper, skulle därför kunna vara en strategi där man kombinerar olika tänkbara åtgärder i mindre skala.<sup>3</sup> Även en tusenmilaresa börjar med ett steg, och det är viktigt att ta det steget.

<sup>2</sup> Finansinspektionen avsåg att introducera ett amorteringskrav från den 1 augusti 2015. Det rättsliga stödet för Finansinspektionen att besluta om amorteringskrav ifrågasattes dock av bland andra Kammarrätten i Jönköping. Finansinspektionen beslutade att inte gå vidare med amorteringskravet eftersom rättsläget är osäkert och konstaterade samtidigt att dess mandat behöver förtydligas; se pressmeddelande från Finansinspektionen den 23 april 2015.

<sup>3</sup> Se Per-Anders Bergendahl, Monika Hjeds Löfmark och Hans Lind (2015), "Bostadsmarknaden och den ekonomiska utvecklingen", SOU 2015:48, bilaga 3 till Långtidsutredningen, som föreslår denna strategi när det gäller att reformera bostadsmarknaden.

- Vad gäller den statistik som inkommit under sommaren, både i Sverige och i omvärlden, stämmer den rätt väl överens med vad vi räknade med i juli. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige ser fortsatt god ut och den expansiva penningpolitiken understödjer den uppåtgående trenden i inflationen. Och skulle det behövas finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Nu arbetar vi med att ta fram en samlad bedömning av läget i svensk ekonomi, och i samband med att det penningpolitiska beslutet annonseras den 3 september kommer vi att presentera nya prognoser.