

# ANFÖRANDE

DATUM: 2009-02-26  
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves  
PLATS: Riksdagens Finansutskott

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

## ■ Inledning om penningpolitiken

I september förra året kopplade den globala finanskrisen på allvar greppet även om de svenska finansiella marknaderna. Sedan dess har Riksbanken sänkt reporäntan med sammanlagt 3,75 procentenheter, till 1 procent – den lägsta nivån sedan inflationsmålet trädde i kraft 1995.

Sedan slutet av september har vi haft utestående lån till bankerna på i genomsnitt ungefär 370 miljarder kronor, varav lite mindre än hälften utgörs av lån i dollar.<sup>1</sup> Vi erbjuder lån på längre löptider än normalt. Vi har utökat vilka typer av värdepapper som kan utnyttjas som säkerheter för lån i Riksbanken. Vi har gett särskilt likviditetsstöd till två finansiella institut, Kaupthing Bank Sverige och Carnegie.

Sedan slutet av september har vi genomfört åtgärder som inneburit att vår balansomslutning mer än tredubblats! Det här låter dramatiskt. Åtminstone jämfört med de senaste 15 åren. Men att klara våra uppdrag, inflationsmålet och den finansiella stabiliteten, ställer olika krav under olika omständigheter. Omständigheterna de senaste månaderna har krävt verktyg vi normalt inte behöver plocka fram ur verktygslådan. Det har också krävts mer flexibilitet, snabbhet och kraft i vårt agerande.

När jag för ett par veckor sedan var ute och åkte långfärdsskridskor på Norrviken en bit härifrån kom jag att tänka på en liknelse för det här med att vi måste agera på olika sätt under olika förhållanden för att klara våra uppdrag. Den borde passa så här i sportlovstider. Säg att isen du åker på är bra, men verkar bli en liten aning sämre allteftersom. Då är det ingen större fara att åka vidare en bit – att vänta och se – bara du är uppmärksam. Kanske ändrar du kursen lite för säkerhets skull. Mer behövs inte. Men säg istället att isen plötsligt blir riktigt tunn. Då är det inte längre läge att bara åka på, att vänta och se hur det är längre fram. Det räcker inte med en mindre kursändring. Blir förhållandena snabbt riktigt dåliga måste du ta i mer än så – vända direkt – för att ta dig till säker is.

Vad jag försöker säga är nu inte att vi är ute på hal is. Vad jag menar är att beslut både hänger ihop med, och måste bedömas utifrån den situation du fattar dem i – vilken information du har och vad du tror väntar framför dig. Som när du funderar på om du ska åka vidare på en is som kan vara osäker. Hur mycket behöver du ändra kursen för att allt ska gå bra? Som när vi i direktionen fattar

---

<sup>1</sup> Beräkningen baseras på växelkursen SEK/USD respektive auktionsdag.

■ beslut om vilken ränteutveckling som behövs för att inflationen ska ligga nära målet på 2 procent på ett par års sikt. Hur mycket behöver vi ta i och hur snabbt?

Beslut under osäkerhet och hur vi hanterar det är ett genomgående tema idag. Ni i finansutskottet kommer ju senare att ställa frågor bland annat utifrån det underlag för utvärdering av penningpolitiken som Riksbanken publicerade den 16 februari.<sup>2</sup> Hur ni ser på våra räntebeslut de senaste åren – om de varit väl avvägda givet den information direktionen hade vid respektive beslutstillfälle – är viktig information för oss. Jag ser därför fram emot att diskutera utvärderingen senare, under själva utfrågningen. Men först vill jag tala om hur finanskrisen påverkar förutsättningarna för vår politik. Jag ska också diskutera det senaste räntebeslutet och vår beredskap för att hantera situationer där den ekonomiska utvecklingen inte blir som vi väntar oss.

### **Finanskrisen påverkar förutsättningarna för vår politik**

Länge påverkade den globala finanskrisen svensk ekonomi i ganska begränsad omfattning. Men i samband med att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkurs i september ökade osäkerheten om vilka låntagare som var kreditvärda dramatiskt. Tillgången på krediter minskade på de finansiella marknaderna över hela världen och de så kallade interbankräntorna – räntorna på lån banker emellan – steg rejält även i Sverige. Vi gick på ett par dagar från ett läge där svenska finansmarknader fungerade ganska väl, till ett där vissa delmarknader i princip stod stilla. Vi gick också från förväntningar om en ganska mjuk nedgång i konjunkturen, till betydligt sämre ekonomiska utsikter.

Själv satt jag i möte i Frankfurt när jag via telefon fick veta att den svenska marknaden för statsskuldsväxlar hade stängts ned. Det här var den 18 september och vi hade nu på allvar fått grus i vårt normalt ganska väloljade finansiella maskineri. Med det ändrades förutsättningarna för vår politik. Penningpolitik och finansiell stabilitet hänger visserligen alltid nära samman. Men under omständigheter som de vi haft sedan september kan man säga att gränserna mellan våra två huvuduppgifter på många sätt suddas ut.

### ***Finansiell stabilitet påverkar penningpolitiken...***

Vårt viktigaste redskap för att bedriva penningpolitik är normalt reporäntan. Genom att styra den påverkar vi, via bankerna och resten av det finansiella systemet, de räntor som hushåll och företag möter när de lånar pengar. På så sätt försöker vi påverka aktiviteten i ekonomin och i slutändan inflationen. För att vi ska kunna sköta vårt penningpolitiska uppdrag på ett bra sätt, måste därför betalningssystemet och kreditmarknaderna fungera. Finansiell stabilitet är alltså en förutsättning för att penningpolitiken ska fungera effektivt. Som jag sagt vid något tidigare tillfälle har vårt uppdrag att värna om den finansiella stabiliteten vissa likheter med att sköta elnätet. De flesta funderar nog inte så mycket på det förrän strömmen går. Men sedan i höstas har det i de termerna varit kraftiga störningar på nätet och dessutom har det krävts en hel del åtgärder för att hålla strömmen igång. Även om en del tyder på att krisen inte är lika akut i dagsläget som i höstas, skulle många marknader fortfarande inte fungera om inte

---

<sup>2</sup> Se "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2006-2008".

■ myndigheter i olika länder löpande vidtog åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten.

Krisens effekter påverkar också alltjämt utgångsläget för penningpolitiken och kredittillgången i ekonomin. Skillnaden mellan svenska bolåneräntor och riskfria värdepapper som statsobligationer har visserligen fallit sedan det mest intensiva krisskedet. Men fortfarande möter hushållen till exempel något högre räntor än normalt om de vill binda sin bolåneränta för lite längre tid. Finanskrisen kan också innebära att utbudet på krediter minskar. Många företag i Riksbankens företagsundersökning uppger till exempel att de har svårt att få lån med längre löptider. Den finansiella krisen har också bidragit till att priserna på aktier och bostäder har fallit. Lägre förmögenheter tillsammans med den omfattande osäkerheten inför framtiden kan också leda till att företag och hushåll skjuter upp investeringar och konsumtion. Allt detta påverkar aktiviteten i ekonomin och är omständigheter vi måste ta hänsyn till när vi utformar vår politik. Många åtgärder som i huvudsak vidtas för att värna om den finansiella stabiliteten har samtidigt penningpolitiska effekter. Åtgärder som leder till ökat förtroende på marknaderna bidrar ju exempelvis till lägre räntor och ökad tillgång till krediter.

### ***...och penningpolitiken den finansiella stabiliteten.***

Men omvänt påverkar också penningpolitiken den finansiella stabiliteten via sin inverkan på konjunkturen. En ekonomisk nedgång för ju i normala fall med sig att arbetslösheten stiger och fler företag går i konkurs. Hushåll och företag får svårare att betala räntor och amorteringar på sina lån och bankerna riskerar att drabbas av kreditförluster. Bankerna blir mer försiktiga, kräver större marginaler och säkerheter som kompensation för att låna ut pengar. Det minskar utbudet på krediter, vilket förstärker nedgången i konjunkturen ännu mer. Dessutom kan det bli så att bankerna tjänar mindre pengar från utlåning i en sådan här situation. Lägre förmögenheter tillsammans med stor osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen kan betyda att hushåll och företag varken vill eller kan låna lika mycket. I den utsträckning de penningpolitiska åtgärderna mildrar fallet i konjunkturen är de alltså gynnsamma även för den finansiella stabiliteten.

### ***Åtgärder för att skapa förtroende***

Riksbanken och andra myndigheter, både i Sverige och utomlands, har löpande sprutat in olja i maskineriet för att de finansiella marknaderna ska fungera bättre. För att mildra den typ av effekter jag nu talat om. Som jag tidigare nämnt handlar det i vårt fall om åtgärder för att direkt öka tillgången på lån i kronor och US-dollar, om lån till bankerna med längre löptider och till ett bredare spektrum av säkerheter än normalt. Genom att låta bankerna låna med nytgivna företagscertifikat som säkerhet har vi också försökt underlätta kredittillförseln till företagssektorn, även om intresset för dessa auktioner hittills varit svagt. Vi har som bekant också beviljat särskilt likviditetsstöd till Kaupthing och Carnegie. Även andra myndigheter har genomfört betydande åtgärder. Det handlar till exempel om olika marknadsåtgärder från Riksgälden och att riksdag och regering beslutat om och genomfört garantiprogram och lagändringar.

Det handlar helt enkelt om att vi med olika verktyg som kompletterar varandra, tillsammans hjälper till att återskapa förtroendet på marknaderna. I vissa fall handlar det bara om att på olika sätt "finnas där" i bakgrunden. De samlade,

■ massiva, stabilitetsåtgärderna världen över har också haft effekt. Att skillnaden mellan räntan på bankernas lån till varandra och räntan på statsskuldväxlar med samma löptider har minskat tyder till exempel på det. Men ännu återstår många turer och mycket arbete innan vi kan stänga böckerna efter den här krisen. Och det är mot den bakgrunden vi måste utforma vår politik.

Den finansiella krisen har påverkat förutsättningarna för vårt agerande – hur vi måste arbeta för att klara våra två huvuduppgifter. Så länge förhållandena kräver det kommer vi att vidta de åtgärder som behövs för att värna om den finansiella stabiliteten. Så länge det krävs kommer vi också att agera med mer flexibilitet, snabbhet och kraft än vanligt när det gäller penningpolitiken. Det senare präglade också vårt senaste räntebeslut och det tänkte jag nu tala om lite mer i detalj.

### **Det senaste räntebeslutet**

Som jag redan nämnt har konjunkturen försvagats ovanligt snabbt. Dessutom är osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen framöver väldigt stor. För att dämpa fallet i produktion och sysselsättning, och klara inflationsmålet på 2 procent, bedömde vi att det var nödvändigt att justera ned ränteprognosen och snabbt sänka räntan rejält på en gång. Därför beslutade vi för drygt två veckor sedan att sänka reporäntan från 2 procent till 1 procent. Vi räknar också med att räntan kommer att ligga kvar på ungefär samma nivå under det kommande året, med viss sannolikhet för att ytterligare en sänkning behövs.

Men utsikterna längre fram är ljusare. Vi väntar oss att de åtgärder som vi och andra myndigheter vidtar, både i Sverige och utomlands, bidrar till att svensk ekonomi börjar återhämta sig under nästa år. Vi räknar därför med att höja räntan igen mot slutet av 2010, ganska snabbt dessutom, till strax över 3 procent i slutet av vår prognosperiod.

### ***Kraftig försämring av världskonjunkturen...***

Bakgrunden till att vi sänkte reporäntan och justerade ränteprognosen på det här sättet är framförallt att konjunkturen har försvagats både i Sverige och utomlands – betydligt mer än vad vi väntade oss vid vår tidigare bedömning i december. För att koppla tillbaka till min liknelse med isarna var vi åter i ett läge där förhållandena hade ändrats så kraftigt att det också var nödvändigt att justera kursen kraftigt på en gång.

Hushållens och företagens förväntningar om den framtida ekonomiska utvecklingen är nu lika låga som under krisen på 90-talet. Och sedan i höstas har i princip alla typer av förtroendeindikatorer världen över fallit kraftigt. Nästan all statistik över konjunkturen som publicerats efter vår bedömning i december har varit sämre än väntat. Inte minst ser det dystert ut i USA och euroområdet, men utsikterna har blivit sämre mer eller mindre världen över. Vi har reviderat ned våra prognoser för tillväxten i världsekonomin, och BNP i de länder som är våra viktigaste handelspartners beräknas falla med omkring 2 procent i genomsnitt under 2009.

Att konjunkturedgången fördjupats så kraftigt har i stor utsträckning att göra med den globala finanskrisen. Krisen för med sig högre riskpremier, begränsad tillgång till lån för hushåll och företag. Den bidrar också till osäkerhet och lägre

■ förmögenhetsvärden, vilket leder till lägre konsumtion och investeringar. Det har jag nämnt tidigare. Osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i världen framöver är också väldigt omfattande.

### ***...påverkar förstås en liten öppen ekonomi...***

En liten öppen ekonomi som den svenska påverkas förstås kraftigt när världskonjunkturen bromsar in. Den statistik som kommit in visar till exempel att exporten och exportorderingen har fallit dramatiskt. Kronan har också fortsatt att vara svag, en utveckling som ofta drabbar mindre ekonomiers valutor i orostider. En svagare krona brukar normalt stimulera exporten och på så sätt tillväxten. Men då efterfrågan är svag även i vår omvärld är det inte säkert att effekterna blir så stora. Dessutom innebär en svagare växelkurs att importerade varor blir dyrare, vilket driver upp inflationen. Men den effekten motverkas i stor utsträckning av att kostnadstrycket och utnyttjandet av ekonomins resurser väntas bli lägre framöver.

Även utsikterna för utvecklingen på arbetsmarknaden har blivit sämre. Antalet varsel om uppsägning fortsätter att ligga kvar på lika höga nivåer som i höstas. I vår prognos stiger arbetslösheten till drygt 9 procent under senare delen av 2010. Både antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar faller. Arbetsproduktiviteten har under en längre tid varit svag, den har till och med fallit, men under 2009 väntas BNP växa snabbare än antalet arbetade timmar. Produktiviteten ökar alltså igen, om än svagt till en början. Vi väntar oss att tillväxten i produktiviteten i genomsnitt blir strax under 3 procent under 2010 och 2011.

### ***...men ljusare utsikter väntar efter nedgången***

Den bild jag nu beskrivit låter verkligen inte munter. Men den globala tillväxten väntas bottna i år. Och utvecklingen ser faktiskt ljusare ut för de flesta länder redan under början av 2010. För som med alla konjunkturedgångar vänder det förr eller senare uppåt, även om det ibland tar tid. Det krävs anpassning till de nya förhållandena och det kan ta tid innan hushåll och företag får förtroende nog för att konsumera och investera igen. Men när anpassningen väl är på plats, när konsumtionen och investeringarna kommer igång, då börjar hjulen snurra fortare i ekonomin. Stimulansen från penningpolitik, finanspolitik och andra åtgärder världen över bidrar också till att dämpa nedgången och snabba på återhämtningen som ändå väntar runt hörnet.

Även här hemma har alltså tillväxten försvagats snabbt. Enligt vår bedömning föll BNP under sista kvartalet förra året med nästan 4 procent i årstakt jämfört med kvartalet innan. Men också för svensk del räknar vi med att den ekonomiska politiken och olika åtgärder bromsar fallet. Det gör i viss mån även den svaga kronan. Och en ljusning är i sikte! Vi väntar oss att BNP går mot en vändning i slutet av 2009, även om tillväxten sedan blir ganska måttlig de närmsta två åren. Men då tillväxten ökar i vår omvärld stimulerar det även svensk ekonomi. Vi räknar därför med att tillväxten i slutet av vår prognosperiod landar kring 4 procent.

Men prognoserna är naturligtvis mycket osäkra i det här läget. Och det finns osäkerhetsfaktorer som kan påverka i olika riktning. En av förutsättningarna för att utvecklingen ska bli som vi väntar oss är att åtgärderna för att

■ finansmarknaderna ska fungera bättre verkligen biter. Men i en kris som i så hög grad som idag hänger samman med bristande förtroende, kan återhämtningen också gå väldigt snabbt när väl misstron skingras. Vi räknar med att vår prognos är ganska försiktig. Jämfört med andra recessioner är återhämtningen för svensk del ganska långsam, men snabbare än efter 90-talets finanskris.

### ***Stora svängningar i KPI-inflationen och räntan***

Vi väntar oss ganska stora svängningar i KPI-inflationen framöver. Det hänger till stor del samman med att även reporäntan förändras mycket i vår prognos. Vårt inflationsmål är ju formulerat i termer av förändringen i KPI, och jag vill därför stanna upp och utveckla det här en aning.

KPI-inflationen har fallit snabbt under de senaste månaderna och vi räknar med att den utvecklingen fortsätter under 2009. Den årliga förändringstakten i KPI väntas bli som lägst i september i år, -1,6 procent. Fallet beror till stor del på att de snabba räntesänkningarna vi genomfört under hösten och senast nu i februari slår igenom på den del av KPI som speglar boendekostnader. Det handlar också om att energipriserna har fallit.

Men räknar man däremot bort kostnaden för bostadsröntor blir bilden en annan. Inflationen mätt med KPIF, där förändringen i bostadsröntorna räknas bort, ligger kring 1,6 procent i genomsnitt under 2009. Och räknar man dessutom bort förändringen i energikostnader från KPIF blir prognosen ännu högre. Enligt vår bedömning kommer KPIF exklusive energi i genomsnitt att öka med drygt 2,2 procent i år.

Att den underliggande, trendmässiga inflationen hålls uppe har flera orsaker. Enhetsarbetskostnaderna har ökat ganska snabbt de senaste två åren och resursutnyttjandet har varit högt. Dessutom har kronan blivit svagare, vilket bidrar till högre importpriser. Från och med 2010 stiger även KPI-inflationen enligt vår prognos. Återigen har ränteförändringar kraftig inverkan, men påverkar nu i motsatt riktning. Under 2010 räknar vi med att höja reporäntan igen. Då slutar bostadsröntorna falla och börjar istället stiga. Samtidigt börjar energipriserna stiga en aning. Reporäntan höjs sedan i ganska snabb takt, från en nivå på omkring 1 procent, till omkring 3 procent i slutet av prognosperioden.

Att jag nu talar en hel del om prognosen för KPIF ska inte tolkas som att vi har bytt mål för penningpolitiken. Vårt mål är fortfarande att KPI-inflationen ska bli 2 procent. Men vi studerar alltid ett antal andra mått på inflationen. I detta läge med exceptionellt stora förändringar av reporäntan – först ner till strax under 1 procent och sedan snabba höjningar i slutet av prognosperioden – är det mycket viktigt att öppet och tydligt illustrera de direkta konsekvenserna för KPI av detta. På längre sikt, bortom horisonten för vår prognos, antas dock reporäntan vara stabil och då sammanfaller ökningstakten i KPI och KPIF.

Sammanfattningsvis – med den senaste räntesänkningen och prognosen för räntan framöver räknar vi med att kunna motverka finanskrisens åtstramande effekter på svensk ekonomi. Undan för undan kommer ekonomin att återgå till ett mer normalt läge och svensk konjunktur börjar återhämta sig nästa år. Resursutnyttjandet kommer att vara lägre än vanligt under hela prognosperioden, men stiger under 2011. Vi räknar med att KPI-inflationen, rensad för effekterna av förändrade bostadsröntor, ligger nära målet på 2 procent i slutet av prognosperioden.

## ■ Osäkerhet men också beredskap för en annan utveckling än väntat

Det är viktigt att ha i åtanke att konjunkturutsikterna är ovanligt osäkra just nu. Det kan exempelvis ta längre tid än beräknat innan finansmarknaderna fungerar som normalt igen. Det är också möjligt att effekterna av den ekonomiska politiken kommer snabbare och med större kraft än i vårt huvudscenario. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror som alltid på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

Riksbankens beslut baseras på prognoser om en mer eller mindre osäker framtid. Oförutsedda saker inträffar i princip alltid. Det har vi att leva med, hur bra prognoser vi än lyckas göra. För att koppla tillbaka till skridskoliknelsen så kan det ju hända att du går igenom isen trots att du är försiktig. Men då har du förhoppningsvis både utrustning och träning för att klara dig upp ur vattnet och hem iförd ett torrt ombyte. Allt sker kanske inte på exakt samma sätt som när du övat, men du vet hur du ska göra – du har både verktygen och tekniken som behövs.

Det har vi också. Vi är väl förberedda för att klara våra uppdrag även när det är stökigt i vår omvärld och när oförutsägbara händelser inträffar. Vi är beredda på att extraordinära händelser kan kräva extraordinära åtgärder. Behövs det agerar vi både snabbt och kraftfullt. Behövs det genomför vi mer okonventionella åtgärder som komplement till räntepolitiken. Så har vi agerat hittills och det kommer vi att göra framöver. Om det behövs!

## Avslutande reflektioner – Varför går det bättre den här gången?

Det har varit många svarta rubriker om den ekonomiska utvecklingen på senare tid. Visserligen befinner vi oss i en lågkonjunktur. Och visserligen kommer den globala finanskrisen säkerligen att påverka oss alla under ett bra tag framöver. Men inte minst mot bakgrund av alla de åtgärder som redan vidtagits och som kommer att vidtas världen över, räknar vi med att konjunkturen vänder uppåt igen i Sverige under nästa år.

Efter vårt senaste räntebeslut frågade vissa bedömare varför vi tror att svensk ekonomi ska repa sig snabbare nu än efter krisen i början av 90-talet. Låt mig backa lite, till den 18 september förra året då marknaden för statsskuldväxlar tillfälligt stängdes ned. Jag pratade under den dagen med chefen för Riksgälden, Bo Lundgren, som jag arbetade mycket tillsammans med under min tid på "Bankakuten" på 90-talet. Det var inte utan att vissa känslor av déjà vu infann sig. Men samtidigt kände jag då – och känner fortfarande – trygghet i att det är väldigt mycket som är annorlunda. Som är bättre!

Visst är vi en exportberoende ekonomi och visst ser konjunkturen i vår omvärld sämre ut än den gjorde i början av 90-talet. Effekterna av den globala finanskrisen bidrar till stor osäkerhet och gör dessutom läget väldigt svårbedömt. Ett exempel på det är den konjunkturedgång och anpassning som de baltiska länderna ännu har att ta sig igenom, något som förstås påverkar de svenska banker som har verksamhet där. Men det finns väldigt mycket som istället talar till vår fördel. Vi har inte en "hemmagjord" bankkris som i början av 90-talet. Svenska banker har överlag haft en mer ansvarsfull kreditgivning jämfört med lånekarusellen som följde efter att kreditmarknaderna avreglerades på 80-talet. Vi har inte gått in i lågkonjunkturen med en ekonomi i obalans som vi gjorde då.

Idag har vi istället ett överskott i bytesbalansen och sunda statsfinanser som ger andra frihetsgrader för finanspolitiken. Inte heller har vi ett utgångsläge med nominella räntor på stundtals långt över 10 procent som då. Med dagens etablerade inflationsmål finns också utrymme för stimulans från penningpolitiken. Räntorna i ekonomin är trots krisen förhållandevis låga, och vi räknar med att den reala reporäntan kommer att bli mycket låg under de närmaste åren. Med allt det här i ryggen bör det gå bättre den här gången.

Det återstår säkerligen en hel del slit innan vi lämnat den här finanskrisen bakom oss – tills vi kommit till det läge där de finansiella marknaderna fungerar väl utan åtgärder från statligt håll, och där osäkerheten om den framtida utvecklingen tagit mer normala proportioner. Men vid sidan av de åtgärder som är inriktade på att hantera det akutare krisskedet, har också en hel del förändringar som kan ge en stabilare och bättre utveckling framöver börjat ta form runt om i världen. Som jag sa förra gången jag var här – när vi väl stängt böckerna efter den här krisen har vi förhoppningsvis rensat ut det som fungerat dåligt och ersatt det med något bättre. Jag är fortfarande övertygad om att vi tillsammans kommer att lyckas med det!