



ANFÖRANDE

DATUM: 2019-01-28
TALARE: Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick
PLATS: Fastighetsägarna

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

Försiktiga steg mot högre räntor*

Tack för inbjudan att komma och tala om aktuell penningpolitik här på Fastighetsägarna!

I december höjde vi reporäntan för första gången på över sju år. Jag kan tänka mig att många frågar sig varför vi börjar höja räntan nu och hur vi tänker oss penningpolitiken längre fram. Och hushållen, som är mer skuldsatta än någonsin – klarar de högre räntor?

Det här är frågor som jag ska försöka besvara idag, med utgångspunkt i våra senaste prognoser och bedömningar. Som jag ser det finns det goda skäl till att ta försiktiga steg mot högre räntor, bland annat eftersom vi befinner oss i en historiskt sett speciell miljö.

Som ni vet är prognoser alltid osäkra, och jag tänker därför avslutningsvis diskutera några av de faktorer som skulle kunna få oss att avvika från vår penningpolitiska plan. Men låt mig börja med att beskriva varför vi har bestämt oss för att börja höja räntan.

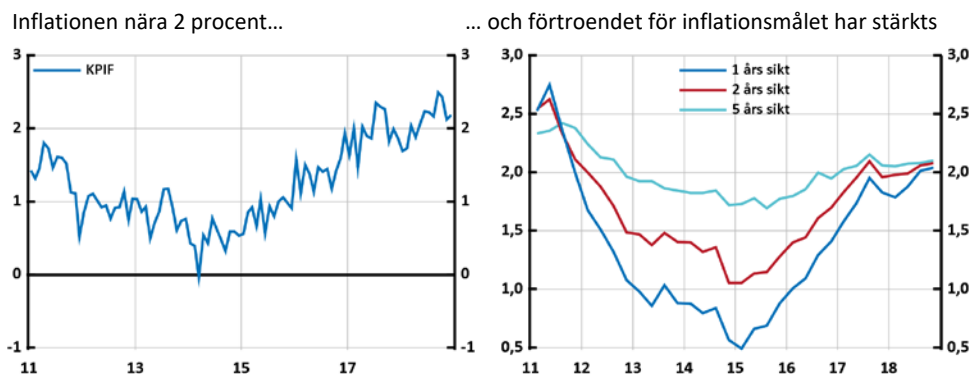
Varför är det lämpligt att börja höja räntan?

För att förstå varför vi nu har börjat höja räntan kan det vara värdefullt att backa bandet en bit. Under 2014 och 2015 kunde vi konstatera att inflationen i Sverige hade utvecklats så pass svagt att förtroendet för inflationsmålet riskerade att urholkas. Det krävdes en kraftig penningpolitisk stimulans för att vända trenden. Utöver att sänka räntan under noll har vi också köpt en stor mängd statsobligationer.

* Jag vill tacka Björn Lagerwall för hjälp med att skriva detta tal, Emelie Theobald för hjälp med bilderna, Gary Watson för översättning till engelska och Charlotta Edler, Martin Flodén, Jesper Hansson, Per Jansson, Anna Lidberg, David Kjellberg, Cecilia Roos Isaksson, Peter van Santen, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

Vi ser nu att inflationen har legat nära målet under en längre period. Och samtidigt har förtroendet för att inflationen ska hålla sig kring målet stärkts, vilket illustreras av att inflationsförväntningarna legat runt 2 procent de senaste åren (se diagram 1).

Diagram 1. Inflationen nära 2 procent, och förtroendet för målet har stärkts



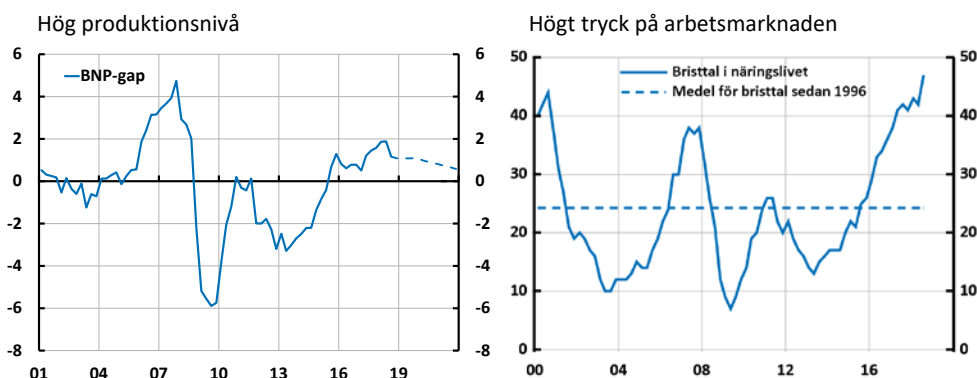
Anm. *Vänster bild.* Årlig procentuell förändring av KPIF. *Höger bild.* Inflationsförväntningar bland samtliga aktörer, procent, medelvärde.

Källor: SCB och TNS Kantar Prospera

I omvärlden är konjunkturen fortsatt god, trots att tillväxten mattats av en del den senaste tiden. Det är dock en viss skillnad mellan utvecklingen i USA, där tillväxten varit fortsatt stark och arbetslösheten den lägsta på nästan 50 år, och euroområdet, där utvecklingen varit mer dämpad. Lönerna stiger nu allt snabbare i bland annat Tyskland och USA och bidrar till att inflationen ökar. Men trots de i grunden goda utsikterna ser vi också en hel del risker kring utvecklingen i omvärlden, som jag återkommer till på slutet.

Vi befinner oss också sedan en tid i **en högkonjunktur i Sverige**. Det beror i sin tur delvis på den expansiva penningpolitiken. Trots att tillväxten mattats av en del är produktionen fortfarande över en trendmässig nivå (se diagram 2). Det var iögonfallande att BNP sjönk mellan det andra och tredje kvartalet förra året, men till övervägande del tror vi att det har att göra med tillfälliga faktorer, bland annat att hushållens konsumtion av bilar tidigare lades till kvartal 2 på grund av förändrade skatteregler, vilket pressade ned bilkonsumtionen i kvartal 3.

Diagram 2. Konjunktoren fortsatt stark i Sverige



Anm. *Vänster bild.* BNP-gapet avser BNP:s procentuella avvikelse från Riksbankens bedömda trend. *Höger bild.* Netttotal.

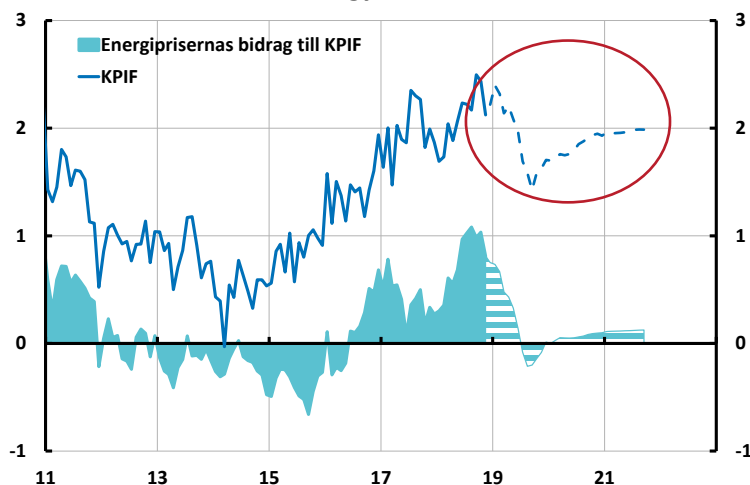
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

För det **framtida inflationstrycket** spelar läget på arbetsmarknaden en särskilt betydelsefull roll. Ju mer ansträngt läget är, desto högre tryck på löneutvecklingen. Enligt vår bedömning är läget på arbetsmarknaden ansträngt. En indikation på detta är att bristen på arbetskraft – så som den rapporteras av företagen i Konjunkturinstitutets enkäter – är rekordhög (se diagram 2). Effekten från arbetsmarknadsläget till löne- och prisutvecklingen brukar komma med viss fördröjning. Det finns därför goda skäl att tro att löner och priser kommer att stiga snabbare framöver.

De kriterier vi tidigare ställt upp för att börja höja räntan har uppfyllts

Att inflationen och inflationsförväntningarna har legat nära 2 procent tillsammans med den goda konjunkturren talar i sig för att lätta något på stödet från penningpolitiken. Men vad gjorde att vi bestämde oss för att ta detta steg just nu? Vi hade i samband med de två föregående penningpolitiska besluten i september och oktober sagt att vi skulle inleda långsamma höjningar av reporäntan i december eller februari om den ekonomiska utvecklingen fortsatte att "stödja utsikterna för inflationen". Det är alltså ett **framåtblickande perspektiv på inflationen** som vägleder penningpolitiken. Och i det sammanhanget har egentligen inte så mycket förändrats sedan i början av hösten. Även om inflationsutfallen blivit något lägre än väntat bedömer vi fortfarande att KPIF-inflationen på något års sikt kommer att vara kring 2 procent. Kostnadstrycket i ekonomin stiger, samtidigt som den stora variationen i energipriserna, som vi tror är av tillfällig karaktär, dock gör att inflationen varierar en del i närtid (se diagram 3).

Diagram 3. Kriterierna uppfyllda för långsamma räntehöjningar – inflationsutsikterna fortsatt gynnsamma



Anm. KPIF i årlig procentuell förändring och energiprisbidrag i procentenheter. Energiprisbidraget i prognosen är beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF.
Källor: SCB och Riksbanken

Efter höjningen i december – vad händer med räntan framöver?

Så långt om räntebeslutet i december. Som jag nämnde inledningsvis har vi nu påbörjat en långsam resa mot högre räntor. Jag tänker nu berätta lite om hur den resan kan komma att se ut.

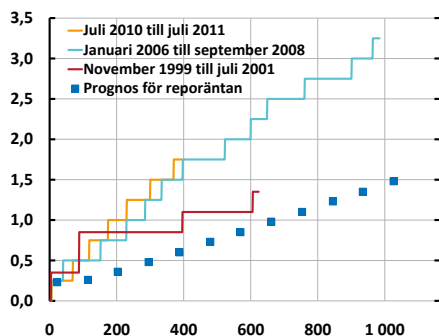
Reporäntan väntas höjas mycket långsamt – vi ”lättar på gasen” snarare än ”trycker på bromsen”

Enligt vår prognos i december förväntas räntan höjas nästa gång under andra halvåret i år. Därefter indikerar prognosen att räntan kommer höjas med ungefär 0,5 procentenheter per år. I ett historiskt perspektiv är detta en väldigt långsam räntehöjningscykel. Det ser man i den vänstra figuren i diagram 4, som jämför med tidigare perioder då reporäntan har höjts.¹ Notera att den figuren visar *förändringen* av reporäntan jämfört med utgångsläget, och den horisontella axeln visar antalet dagar som passerat. Reporäntan väntas endast ha stigit med cirka 1,5 procentenheter under hela prognosperioden. I den högra figuren ser vi att i slutet på prognosperioden, fjärde kvartalet 2021, väntas reporäntan bara ha nått en nivå på 1 procent.

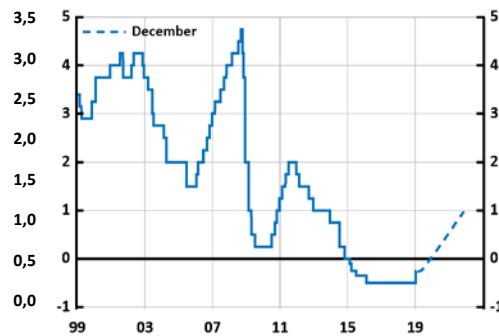
¹ Se också ”Vad brukar hända när reporäntan höjs?”, fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober 2018.

Diagram 4. Räntan framöver – vi "lättar på gasen" snarare än "trycker på bromsen"

Långsamma höjningar jämfört med tidigare episoder



Låg nivå på reporäntan även i slutet av prognosperioden



Anm. *Vänster bild.* Den vertikala axeln visar förändringen av reporäntan i procentenheter. Den horisontella axeln anger antal veckodagar efter den första höjningen av reporäntan. Reporänteprognosen avser kvartalsmedelvärden. *Höger bild.* Procent.

Källa: Riksbanken

Det finns flera anledningar till att resan mot högre räntor väntas bli så pass långsam den här gången. Den första anledningen har jag redan berört. Eftersom det har krävts så **stora penningpolitiska insatser** för att etablera inflationen och inflationsförväntningarna nära målet är det viktigt att avveckla stödet från penningpolitiken i långsamt takt, så att **inflationen hamnar kring 2 procent även framöver**. Det finns alltså en osäkerhet kring styrkan i det framtida inflationstrycket. Den andra anledningen är att vi vistas i en **ny miljö jämfört med tidigare episoder** då räntan höjts.² En viktig omständighet är att de globala realräntorna (det vill säga räntorna justerade för inflationen) har varit exceptionellt låga under lång tid, och med stor sannolikhet kommer att så förbli under avsevärd tid. Penningpolitiken kan inte påverka de globala realräntorna, utan måste förhålla sig till den utveckling vi ser. Ju lägre den globala realräntan är, desto lägre måste styrräntan vara för att få samma expansiva effekt på ekonomin. En annan omständighet som förändrat det penningpolitiska landskapet – och som jag kommer att ta upp senare – är att **hushållen påverkas mer av ränteförändringar än tidigare**.

Vad händer med obligationsinnehavet?

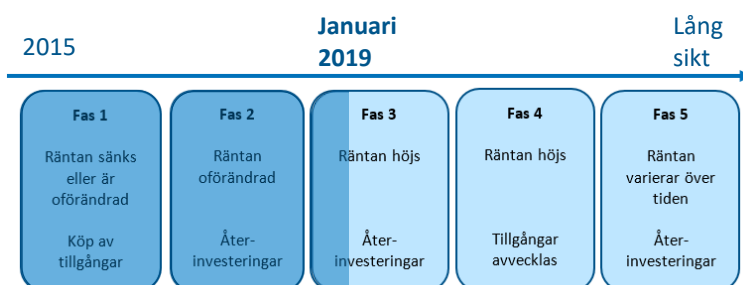
Som ni kanske känner till har vi förutom att sänka räntan till negativa nivåer även köpt en betydande mängd svenska statsobligationer till ett nominellt värde av cirka 350 miljarder kronor – för att göra penningpolitiken ytterligare expansiv.

Det talas mycket om att räntorna kommer att stiga framöver, men många är kanske inte så bekanta med hur förändringarna av reporäntan framöver hänger samman med vårt obligationsinnehav. Figuren som visas i diagram 5 är hämtad från den fördjupning som vi publicerade i december 2017.³ De skuggade delarna av figuren visar på ett ungefärligt sätt vad som har hänt sedan dess.

² Se "Penningpolitik i en ny miljö", anförande av Stefan Ingves den 5 mars 2018.

³ Se "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken", fördjupning i Penningpolitisk rapport, december 2017.

Diagram 5. Riksbankens sammantagna normaliseringsplan för penningpolitiken



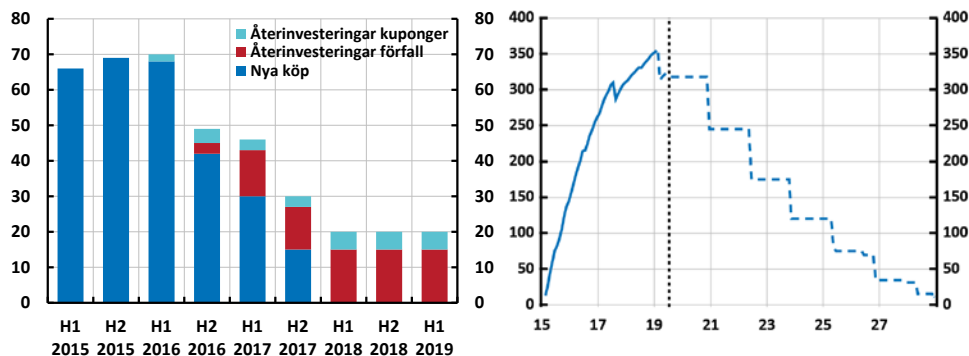
De nya köpen av obligationer avslutades i december 2017, vilket också innebar slutet på fas 1 i diagram 5. Fas 2 i diagram 5 beskriver utvecklingen under förra året fram till december. Vi befinner oss idag i början av fas 3: Reporäntan börjar höjas, medan återinvesteringarna fortsätter så att obligationsinnehavet i grova drag hålls konstant. Vi har kommunicerat att vi återinvesterar förfall och kuponger "tills vidare", men vi har tidigarelagt återinvesteringar av stora förfall som sker under första halvåret i år för att få en jämnare profil över tid på återinvesteringarna. En fråga vi behöver ta ställning till under våren är hur vi ska hantera återinvesteringarna av de förfall som sker nästa år. Fas 4 i diagram 5 innebär att reporäntan har höjts ytterligare en bit. Först då börjar innehavet av obligationerna att minska. Den femte fasen i diagram 5 handlar egentligen om utvecklingen på lång sikt. Vår strategi är att reporäntan och reporäntebanan på sikt kommer att återgå till att vara de huvudsakliga penningpolitiska verktygen. Köp av statsobligationer eller andra värdepapper fungerar då som ett komplement när styrräntan är i närheten av sin nedre gräns.

Diagram 6 visar Riksbankens köp och innehav av statsobligationer: Den vänstra figuren visar utvecklingen av våra inköp, och den högra visar en teknisk illustration av hur vårt innehav skulle kunna utvecklas om obligationer som förfaller efter juni 2019 inte återinvesteras. I den vänstra figuren i diagram 6 syns de avslutade nya köpen genom att de blå staplarna upphör, och i den högra figuren avspeglas hur obligationsinnehavet gradvis kan förväntas trappas ned.

Diagram 6. Obligationsportföljen kan förväntas minska på sikt

Vi har avslutat de nya köpen och återinvesterar tills vidare

Förväntad gradvis minskning av portföljen om återinvesteringarna skulle upphöra



Anm. *Vänster bild.* Nominellt belopp, miljarder kronor. Utvecklingen för återinvesteringar från och med halvårsskiftet 2018 är en prognos och avser nominella belopp. De slutliga beloppen kommer att bero på aktuella marknadspriser. *Höger bild.* Nominellt belopp, miljarder kronor. Prognos fram till juni 2019, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare återinvesteringar görs. Vertikal linje markerar skiftet mellan prognos och teknisk framskrivning.

Källa: Riksbanken

Syftet med köpen av statsobligationer har varit att stödja den allmänna ekonomiska utvecklingen och att värna inflationsmålet. Men det är också självklart viktigt för oss att under resans lopp löpande bedöma hur Riksbankens resultat påverkas. Detta är något vi tidigare har berört i olika sammanhang.⁴ Vår senaste uppskattning indikerar att effekten på resultatet från obligationsinnehavet skulle kunna hamna ganska nära noll sett över hela innehavsperioden. Men hur resultatet påverkas i slutändan beror på hur räntan utvecklas i framtiden.

Klarar hushållen högre räntor?

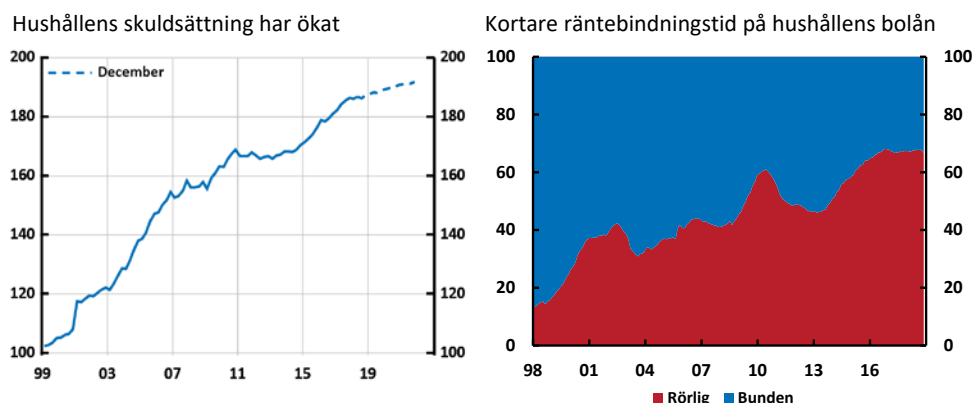
De svenska hushållen har idag rekordhöga skulder i kombination med en stor andel bolån till rörlig ränta (se diagram 7). Riksbanken har som ni säkert vet under många år varit orolig över hushållens höga skuldsättning och vilka negativa effekter den kan få på svensk ekonomi om räntorna stiger eller huspriserna faller.⁵ Det är därför från vår horisont viktigt att analysera hushållens räntekänslighet noggrant. Vi har också återkommit till den frågan ett antal gånger, senast i den penningpolitiska rapporten i december.⁶

⁴ Se exempelvis "Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser", anförande av Martin Flodén den 9 november 2016.

⁵ Vi publicerade exempelvis en omfattande utredning av riskerna på den svenska bostadsmarknaden redan våren 2011. Se Sveriges riksbank (2011), "Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden".

⁶ Se "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", fördjupning i Penningpolitisk rapport, december 2018.

Diagram 7. Hushållen har allt högre skulder och kortare räntebindingstid



Anm. *Vänster bild.* Procent av disponibel inkomst. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomstersummerade över de senaste fyra kvartalen. *Höger bild.* Procent, andel bolån. Avser lån från bostadsinstitut. Andel bolån i respektive kategori beräknas på lånens värde. Rörlig ränta avser räntebindingstider upp till och med tre månader. Bunden ränta avser räntebindingstider över tre månader.

Källor: Riksbanken och SCB

De flesta hushåll kan fortsätta betala på sina lån även vid betydligt högre räntor ...

Frågan är om hushållens räntekänslighet – i kombination med ett stigande ränteläge – skulle kunna medföra att de helt enkelt inte klarar av sina räntebetalningar. Detta skulle kunna leda till att bankerna gör direkta kreditförluster på sina bolån, vilket i sin tur skulle kunna påverka den finansiella stabiliteten.

Men jag är inte så oroad över denna risk. Bankerna gör en så kallad kvar-att-leva-på-kalkyl (KALP-kalkyl) vid sin kreditprövning. Som regel beviljar de inte bolån om det blir underskott i kalkylen. Den kalkylränta som då används är i genomsnitt kring 7 procent, vilket är en bit över en långsiktigt normal nivå, som kan antas ligga på mellan 4,5 och 6 procent.⁷ Beräkningar som Finansinspektionen gjort på ett urval av nya bolånetagare visar att endast drygt 5 procent av hushållen får underskott i sina KALP-kalkyler om boräntan stiger till 7 procent.⁸

Det finns således inga indikationer på att hushållssektorn som helhet skulle få betydande problem att betala sina ränteutgifter även om räntan skulle stiga betydligt i förhållande till dagens nivåer. Och som jag berättade tidigare indikerar vår prognos ytterst begränsade uppgångar i räntan de kommande åren. Men när räntan stiger skulle många hushåll kunna behöva anpassa sin konsumtion för att hantera de ökade ränteutgifterna. Utifrån ett makroekonomiskt och penningpolitiskt perspektiv är det därför viktigt att förstå hur hushållens konsumtion påverkas när räntorna förändras.

⁷ Jag har antagit ett påslag på boräntan på 2 procentenheter över intervallet för den långsiktiga reporäntan på 2,5-4 procent.

⁸ Se Finansinspektionen (2018), "Den svenska bolånemarknaden".

... men deras kassaflöden påverkas mer av ränteförändringar än tidigare

Hushållens allt högre skulder – i kombination med en stor andel bolån tagna till rörlig ränta – har gjort att deras kassaflöden påverkas mer än tidigare av ränteförändringar. Traditionellt brukar man tala om den så kallade **räntekanal** när man diskuterar penningpolitikens effekter på hushållens konsumtion. Räntekanal innebär något förenklat att det blir mer attraktivt att spara än att låna när räntan höjs – och tvärtom när räntan sänks – vilket påverkar konsumtionen. En annan effekt kommer av att när räntan höjs ökar den disponibla inkomsten för sparare och minskar för låntagare – och tvärtom när räntan sänks – vilket också påverkar konsumtionen. Detta brukar kallas för penningpolitikens **kassaflödeseffekt**.⁹

Man kan förstå denna effekt genom att titta på hur den disponibla inkomsten definieras:

Disponibel inkomst \approx löner + transfereringar + ränteinkomster + övriga kapitalinkomster – ränteutgifter – skatter

Enligt finansräkenskaperna från SCB är hushållens skulder ungefär dubbelt så stora som deras räntebärande tillgångar. Därför medför en ränteuppgång en negativ nettoeffekt på hushållens totala disponibla inkomst. Denna effekt har ökat i takt med att hushållens skuldsättning vuxit.

Vad betyder då en ökad effekt ”i kronor och ören”? Vi har tittat på det också.¹⁰ Tabell 1 visar några handfasta verklighetsnära kalkyler: ett typiskt bostadsköp i Sverige och Stockholm 2004 respektive 2017.¹¹ Vi ser att priserna har ökat påtagligt under perioden, liksom storleken på bolånen, men däremot inte räntebetalningarna. Det beror på den låga boräntan. Siffrorna är på så vis förrädiska. Som vi ser skulle 1 procentenhets högre bostadsränta ha höjt lånekostnaden med betydligt mer 2017 än 2004. För ett typhushåll i Sverige betydde 1 procentenhets högre ränta 2004 att räntekostnaden per månad ökade med mindre än 500 kronor. Det kan jämföras med 2017, då typhushållet istället skulle ha fått ökade räntebetalningar med över 1 100 kronor. För motsvarande typhushåll i Storstockholm betydde 1 procentenhets högre ränta 2004 att räntekostnaderna ökade med drygt 900 kronor per månad, medan en lika stor ränteuppgång 2017 skulle ha drivit upp räntekostnaderna med mer än 2 300 kronor per månad.

Ur en penningpolitisk synvinkel behöver vi bland annat bedöma vad hushållens ökade räntekänslighet betyder för reporäntans effekter på deras konsumtion.

⁹ För en mer detaljerad beskrivning, se P. Gustafsson, M. Hesselman, och B. Lagerwall (2017), ”Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?”, Staff Memo, Sveriges riksbank.

¹⁰ Se ”Hushållens skuldsättning och räntekänslighet”, fördjupning i Finansiell stabilitet 2017:2. Siffrorna i tabell 1 är uppdaterade med uppgifter för 2017.

¹¹ De här beräkningarna visar bara räntebetalningar och bortser från effekter på ränteinkomster.

Tabell 1. Hushållen påverkas mer av ränteförändringar än tidigare

Räntebetalningar för ett typiskt bostadsköp, kronor per månad

	Sverige		Storstockholm	
	2004	2017	2004	2017
Bostadspris (miljoner)	1,3	3,0	2,6	6,0
Skuld (miljoner)	0,8	2,0	1,6	4,0
Ränta (%)	3,7	1,6	3,7	1,6
Räntebetalningar	1793	1814	3452	3643
Ökning av räntebetalningar (+1 %)	485	1161	934	2351

Anm. Beloppen har justerats för ränteavdrag. Tabellen inkluderar inte amorteringar.

Källor: Finansinspektionen, SCB och Riksbanken

Räntehöjningar i linje med Riksbankens prognos bedöms få små kassaflödeseffekter för hushållen som helhet ...

I den penningpolitiska rapporten i december bedömde vi att hushållens disponibla inkomster sammantaget skulle dämpas med cirka 1,3 procent i ett treårsperspektiv till följd av att räntorna stiger.¹² Det måste betraktas som en liten effekt, speciellt med tanke på att bland annat stigande löner bidrar med cirka 4 procentenheter *per år* till tillväxten av hushållens disponibla inkomster under de kommande åren. De sammanlagda disponibla inkomsterna kommer enligt vår prognos att fortsätta att växa i god takt de kommande åren, trots stigande räntor. Enkäter från Konjunkturinstitutet indikerar att hushållen förväntar sig stigande räntor i linje med Riksbankens reporänteprognos. Det är troligen en delförklaring till att sparandet bland hushållen är på en historiskt hög nivå. Men med detta sagt finns en hel del osäkerhetsfaktorer att ta hänsyn till.

... men stora skillnader mellan olika grupper

Bakom de aggregerade siffrorna döljer sig mycket stora skillnader mellan olika hushåll, vilket framkommer av Riksbankens analys av data över individuella hushålls skulder.¹³ Man kan dela in hushållen efter deras skuldsättning. Diagram 8 visar hur mycket en räntehöjning med 1 procentenhet dämpar den disponibla inkomsten i procent för samtliga låntagande hushåll och för de mest skuldsatta.¹⁴ För de låntagande hushållen som helhet dämpas den disponibla inkomsten med knappt 2 procent. Men för de 10 procent mest skuldsatta hushållen dämpas den disponibla inkomsten med över 6 procent.

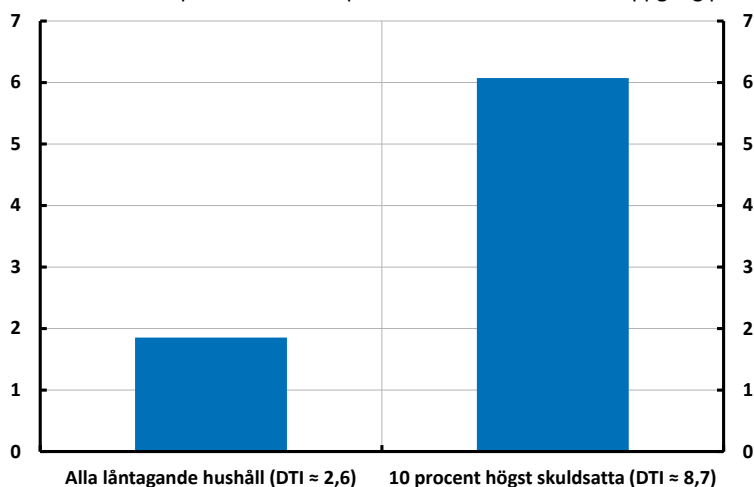
¹² Reporäntan höjs med cirka 1,5 procentenheter under prognosperioden på tre år.

¹³ Se K. Blom och P. van Santen, "De svenska hushållens skuldsättning – en uppdatering för 2017", Ekonomiska kommentar nr 6, 2017, Sveriges riksbank.

¹⁴ Beräkningarna fångar bara den dämpande effekten som stigande ränteutgifter har på hushållens disponibla inkomster, eftersom datamaterialet inte innehåller uppgifter om hushållens räntebärande tillgångar. Se P. Gustafsson, M. Hesselman, och B. Lagerwall (2017), "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", Staff Memo, Sveriges riksbank.

Diagram 8. Stor skillnad mellan olika grupper

Kassaflödeseffekt på hushållens disponibla inkomst av en ränteuppgång på 1 procentenhet



Anm. Procent. Avser genomsnitt för respektive grupp. Inom respektive grupp anges inom parentes genomsnittlig skuldkvot (debt-to-income, DTI).

Källa: Riksbanken

Denna variation mellan hushållen kan också ha betydelse för de totala effekterna på konsumtionen. Om de högst skuldsatta hushållen anpassar sin konsumtion mest vid en given inkomstförändring blir även de totala effekterna större. Eftersom räntan påverkar bostadspriserna kan den också påverka hushållens möjligheter att konsumera genom att ta lån med bostaden som säkerhet. Många hushåll har idag inte bara en hög skuld i förhållande till sin disponibla inkomst utan även i förhållande till bostadens värde. Men för att kunna utröna hur skillnader mellan hushåll kan påverka den totala konsumtionen skulle vi behöva bättre data över hushållens tillgångar.¹⁵

Det finns alltså ur denna synvinkel skäl att gå försiktigt fram med räntehöjningar, mot bakgrund av osäkerheten kring hur de högt skuldsatta hushållen kommer att agera. Men i slutändan är det reporäntans effekt på den samlade ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som är avgörande för penningpolitiken.

Jag vill också poängtera att hushållens höga skuldsättning i ett bredare perspektiv utgör en sårbarhet för svensk ekonomi, eftersom hushåll med stora skulder inte bara är känsliga för högre räntor utan också för andra typer av förändrade ekonomiska förutsättningar, som fallande bostadspriser och en försämrad konjunktur med högre arbetslöshet.

¹⁵ En studie från IMF från 2017 med data fram till 2012 indikerar att sparandet bland svenska hushåll är mycket ojämnt fördelat; exempelvis sparar de 50 procent av hushållen som har lägst inkomster inte alls. Se IMF (2017), "Sweden: Selected Issues".

Flera faktorer kan påverka våra prognoser – ingen ”autopilot” mot högre räntor

Jag har hittills talat om Riksbankens penningpolitik i termer av vår bästa bedömning eller huvudscenario. Men som den världsberömde fysikern och Nobelpristagaren Niels Bohr ska ha sagt: ”Det är mycket svårt att göra förutsägelser, speciellt angående framtiden”. Vi har absolut inte slagit på en ”autopilot” mot högre räntor. Som alltid är vi beredda att ompröva penningpolitiken om utvecklingen skulle motivera det.

Vad är det då för faktorer som skulle kunna påverka våra prognoser och den framtida penningpolitiken? Man kan dela in dem i fyra olika kategorier: konjunkturen i omvärlden, den inhemska konjunkturen, inflationsutvecklingen och strukturella förändringar.

När det gäller **konjunkturutvecklingen i omvärlden** finns tre påtagliga osäkerhetsfaktorer som vi burit med oss i samband med de senaste penningpolitiska besluten. Den första rör effekterna av Storbritanniens utträde ur EU – Brexit. Som ni vet röstade man i folkomröstningen för att lämna EU redan i juni 2016, så denna risk har verkligen funnits med ett tag nu. Och den senaste tidens händelseutveckling har ökat osäkerheten ytterligare. Den andra risken har funnits med det senaste året och rör handelskonflikten mellan USA och Kina. Utvecklingen ser ut att ha dämpat exportorderingen i omvärlden. Och den senaste tiden ser tillväxten ut att ha mattats av i Kina, som annars varit ett draglok för den globala tillväxten under en lång period. Den tredje risken rör den italienska finanspolitiken. Diskussionen mellan EU och den italienska regeringen om den italienska budgeten har periodvis skapat oro på de finansiella marknaderna, även om den senaste tidens händelseutveckling ger ett visst andrum.

När det gäller **den inhemska konjunkturen** har vi på Riksbanken länge varnat för utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden, som är den viktigaste inhemska faktor som skulle kunna utlösa en sämre ekonomisk utveckling än i vår prognos. Efter att ha stigit kraftigt under lång tid började bostadspriserna falla i ganska rask takt under förra hösten. Under loppet av 2018 har utvecklingen av priserna försiktigt återhämtat sig, och vår prognos är att de ska fortsätta stiga i måttlig takt de kommande åren. Men jag menar att vi fortfarande är inne i ett väldigt osäkert läge på den svenska bostadsmarknaden. En svagare utveckling än i vår prognos är en betydande risk för den svenska konjunkturen. De delar av den inhemska efterfrågan som i första hand skulle påverkas negativt vore bostadsinvesteringarna och hushållens konsumtion.

Men eftersom jag befinner mig på Fastighetsägarna idag skulle jag också vilja framhålla att den svagare utvecklingen på bostadsmarknaden sedan förra hösten inte undgått bostadsutvecklarna. Detta kan ni läsa vidare om i en fördjupning i vår Finansiella stabilitetsrapport, som publicerades i november.¹⁶ En viktig slutsats vi kan dra av senaste årens utveckling är att bostadsutvecklarna under processen för byggandet av bostäderna lagt stora risker på hushållen. I rådande marknadsläge

¹⁶ Se ”Nyproduktion av bostäder och finansiell stabilitet”, fördjupning i Finansiell stabilitet 2018:2.

har dessa risker tydliggjorts, vilket har fått hushållens intresse att svikta, framförallt när datumet för tillträdet till den nya bostaden ligger långt framåt i tiden. Det kommer att krävas ändrade affärsmodeller för att de presumtiva bostadsköparna bland hushållen ska återfå intresset att köpa nyproducerade bostäder. Min bedömning är också att nyproducerade bostäder idag är alltför dyra för många grupper. Billigare nyproduktion och bättre omsättning i stocken av bostäder skulle kunna lösa en del av denna knut.

Det finns naturligtvis en mängd osäkerhetsfaktorer inte bara kring den framtida konjunkturutvecklingen, utan också kring **inflationen**. En uppenbar anledning till att inflationen kan bli högre eller lägre är just risken för en annorlunda konjunkturutveckling, som jag precis tog upp. Men en faktor som förbryllat oss är att löneutvecklingen i Sverige har varit överraskande svag med tanke på hur konjunkturen förstärkts de senaste åren.¹⁷ Även om vi sett att lönerna nu växer snabbare både i omvärlden och i Sverige kvarstår en osäkerhet kring styrkan i inflationstrycket. Det är också en anledning till att vi förväntas gå mycket försiktigt fram med höjningar av reporäntan de kommande åren.

Kronan kan bli såväl svagare som starkare än vår prognos, men eftersom vi ansträngt oss hårt för att få inflationen att stiga mot målet är vi mer bekymrade över vad en snabb och kraftig förstärkning av kronan skulle kunna innebära.

Den fjärde och sista kategorin av osäkerhetsfaktorer handlar om de stora **strukturella förändringar** som pågår här och nu, men som är mycket svåra att bedöma effekterna av "i realtid". Två faktorer har jag tagit upp idag, nämligen trenden med låga globala realräntor och hushållens allt högre räntekänslighet. Men det finns också andra faktorer som jag inte diskuterat idag, men som ändå är mycket viktiga att förhålla sig till. Megatrenden mot ökad digitalisering håller på att förändra många delar av samhället, och vi på Riksbanken påverkas både när det gäller penningpolitiken och andra delar av vår verksamhet, som ansvaret för ett säkert och effektivt betalningssystem.¹⁸ En annan viktig trend för svensk del rör förändringar i demografin och arbetsutbudet, inte minst mot bakgrund av de senaste årens stora migration till Sverige.¹⁹ Min bedömning är att de förändringar vi fortfarande står inför är stora och genomgripande. Det lär bli än svårare att lära av historiska data och samband när vi ska göra bedömningar av framtiden.

Vi är som alltid beredda att ompröva såväl våra prognoser som penningpolitiken om utvecklingen skulle motivera det.

Tack för ordet!

¹⁷ Se exempelvis "Phillipskurvan och penningpolitiken", fördjupning i Penningpolitisk rapport, juli 2018.

¹⁸ Se exempelvis "Digitaliseringen och inflationen", fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari 2015, samt G. Guibourg och F. Erlandsson (2018) "Tiderna förändras och så också betalningsvanorna", Ekonomiska kommentarer nr. 6, Sveriges riksbank.

¹⁹ Se "Penningpolitiken i en ny miljö", anförande av Stefan Ingves den 5 mars 2018, för en längre diskussion.