



Penningpolitiskt protokoll

JULI 2013

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 2 juli beslutade Riksbankens direktion att låta reporäntan ligga kvar på 1,0 procent och att lämna reporäntebanan i stort sett oförändrad.

Vid mötet konstaterades att den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden i stort sett varit i linje med Riksbankens prognos i den penningpolitiska uppföljningen i april.

Direktionen noterade att konjunkturutsikterna i omvärlden såg olika ut i olika delar av världen, men för världen som helhet väntas en successiv förbättring under de närmaste åren. BNP-tillväxten i Sverige väntas vara lägre än normalt under 2013 för att sedan stiga under 2014 i takt med att efterfrågan i omvärlden tar fart. Då väntas även en förbättring på arbetsmarknaden. Diskussionen berörde även tudelningen i den svenska ekonomin, med svaga investeringar och svag export, men med starkare hushåll. Hushållen har haft en god inkomstutveckling, vilket har lett till en ökad konsumtion och stigande bostadspriser. Slutligen berörde diskussionen den höga skuldsättningen hos svenska hushåll, ur såväl ett internationellt som historiskt perspektiv, vilket ansågs göra ekonomin mer sårbar för störningar.

Direktionen var enig om att penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv mot bakgrund av den låga inflationen. En majoritet på fyra ledamöter bedömde därmed att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent till andra halvåret 2014 för att på så sätt ge fortsatt draghjälp åt ekonomin och bidra till att inflationen stiger mot målet. Man ansåg även att en räntebana som var i stort sett oförändrad jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april var rimlig eftersom att ny information sedan dess i stort sett varit i linje med förväntan. Arbetslösheten är uppreviderad i prognosen, men synen på resursutnyttjandet är i princip oförändrad i och med att en stor del av uppgången i arbetslöshet beror på att arbetskraften i högre grad kommer att bestå av grupper som bedöms stå längre ifrån arbetsmarknaden.

Man noterade att en lägre räntebana visserligen skulle kunna leda till att inflationen nådde målet lite tidigare, men samtidigt skulle den öka på skuldsättningen och därmed öka riskerna för den ekonomiska utvecklingen på sikt. Majoriteten ansåg därför att den aktuella reporäntebanan var en rimlig avvägning eftersom den innebär att inflationen och realekonomin stabiliseras mer kortsiktigt samtidigt som den beaktar mer långsiktiga risker förknippade med hushållens skuldsättning.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme att sänka reporäntan till 0,75 procent och att låta den ligga kvar på den nivån till och med andra kvartalet 2014. Därefter förespråkade de båda ledamöterna något olika höjningstakter. De bedömde att en sådan penningpolitik skulle föra inflationen snabbare till målet samtidigt som resursutnyttjandet skulle bli mer balanserat. Den skulle därför förbättra ekonomins förutsättningar att klara av framtida störningar och även eventuella risker kopplade till hushållens skuldsättning.

På mötet diskuterades också reporäntans framtida utveckling. Det fanns olika uppfattningar om sannolikheten för höjningar eller sänkningar i närtid även inom majoriteten.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2013-07-02
MÖTESTID: 09:00
:

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

■ NÄRVARANDE:

Stefan Ingves, ordförande
Karolina Ekholm
Martin Flodén
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Cecilia Skingsley

Hanna Armelius
Claes Berg
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Friberg
Kerstin Hallsten
Mia Holmfeldt (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Johanna Jeansson
Tor Johansson (§ 1)
Martin W Johansson
David Kjellberg
Tomas Lundberg
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Maria Sjödin
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti
Fredrik Wallin (§ 1)

Det antecknades att Hanna Armelius och Johanna Jeansson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Fredrik Wallin från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Volatiliteten har ökat till följd av osäkerhet om hur centralbankerna kommer att bedriva penningpolitik framöver. Det rör framför allt tidpunkten för när Federal Reserve ska minska sina månatliga obligationsköp. Sedan det penningpolitiska mötet i april har statsräntor i Sverige, Tyskland och USA stigit. Rörelsen var som störst direkt efter Federal Reserves senaste möte, sedan dess har räntorna fallit tillbaka något. Aktiemarknaderna har sedan det penningpolitiska mötet i april uppvisat relativt stora rörelser och aktiepriserna ligger nu i Sverige, euroområdet och USA på en något högre nivå. Den svenska kronan mätt med KIX har försvagats sedan april. Enligt såväl marknadsprissättning som enkätsvar och marknadsanalyser väntas reporäntan lämnas oförändrad vid dagens möte. En första räntehöjning från dagens nivå väntas inte förrän om ungefär ett år.

Tor Johansson från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde för priset på kreditrisk för banker och stater i euroområdet. Volatiliteten på svenska aktie-, valuta- och räntemarknaden har stigit något, men ligger kvar på låga nivåer.

Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet av direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 11, 17 och 25 juni. På ett möte med direktionen den 27 juni diskuterades texten i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Sammantaget har ny information som inkommit sedan det penningpolitiska mötet i april i stort varit i linje med den bedömning som gjordes då. När det gäller omvärlden var både tillväxt och inflation något lägre än väntat under första kvartalet och prognoserna för 2013 är något nedreviderade. Utsikterna för en fortsatt återhämtning i USA är dock goda och euroområdet förbättras från låga nivåer. Sammantaget väntas tillväxten i omvärlden förbättras successivt, även om förutsättningarna är olika för olika regioner.

För svensk del var tillväxten högre än väntat under första kvartalet, vilket dock delvis berodde på tillfälliga lagereffekter. Enligt prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport bedöms tillväxten dock bli lägre de närmaste kvartalen. Därefter bedöms tillväxten gradvis ta fart när den internationella efterfrågan stärks.

Sysselsättningen fortsätter att stiga. Prognosen för arbetslösheten har dock påverkats av en ny befolkningsprognos från SCB som innebär att befolkningen väntas växa snabbare än tidigare. Därmed revideras prognoserna för såväl arbetskraften som arbetslösheten upp. Upprevideringen av arbetslösheten beror på att arbetskraften i högre grad kommer att bestå av grupper som bedöms stå längre från arbetsmarknaden.

Svensk inflation har varit låg under en längre tid och var lägre än prognostiserat i april och maj. I takt med att konjunkturen förbättras väntas företagen kunna höja sina prispåslag samtidigt som importpriser och arbetskostnader stiger. Samtidigt väntas effekterna av den tidigare kronförstärkningen klinga av. KPIF-inflationen väntas därmed stiga och nå 2 procent under 2015. KPI-inflationen stiger snabbare och ökningstakten i KPI väntas uppgå till cirka 2 procent i slutet av 2014 och ligga nära 3 procent i slutet av prognosperioden.

Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst är på en hög nivå. Jämfört med bedömningen i april är dock skuldkvoten något lägre. Det beror på nya utfall för både skulder och disponibla inkomster. Skulderna var lite lägre än väntat första kvartalet i år medan hushållens disponibla inkomster var högre. I slutet av prognosperioden väntas hushållens skuldkvot uppgå till nästan 176 procent.

Reporäntebanan är i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i april. Reporäntan väntas vara oförändrad på 1 procent fram till andra halvåret 2014, och stiger därefter successivt till 2,8 procent tredje kvartalet 2016. Denna räntebana bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen så att KPIF-inflationen når 2 procent, men tar samtidigt hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning. Skulle reporäntan behöva ändras den närmaste tiden är det något mer sannolikt att den sänks än att den höjs, vilket hänger samman med det låga inflationstrycket och den fortsatt osäkra utvecklingen i euroområdet.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon ställde sig bakom beskrivningen av utsikterna för svensk ekonomi och utvecklingen i omvärlden som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Utvecklingen i omvärlden är fortsatt osäker, men en successiv återhämtning, om än en långsam sådan, tyckte Ekholm framstod som den mest rimliga prognosen. Svensk ekonomi tycks ha utvecklats positivt under den senaste tiden, även om tillväxten väntas bli svag i år. Detta är i linje med den utveckling som beskrevs i den penningpolitiska uppföljningen i april.

Men Ekholm ställde sig inte bakom förslaget till räntebana i utkastet till penningpolitisk rapport. Liksom i april ansåg hon att en lägre ränta är att föredra och hon förespråkade liksom då en sänkning till 0,75 procent. Skälet var detsamma som i april: med inflation långt under målet och en arbetslöshet som är högre än vad som kan anses vara en långsiktig jämvikt ansåg hon att det var motiverat med en starkare penningpolitisk stimulans. Med en lägre reporänta väntas inflationen komma upp till 2 procent snabbare och arbetslösheten bli lägre, vilket visas av analysen av alternativa scenarier för reporäntan i slutet av kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport.

Ekholm menade att det i utkastet till penningpolitisk rapport var tydligare än tidigare att motivet för att inte sänka räntan var att en räntesänkning bedöms öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning så pass mycket att det är värt att hålla räntan oförändrad. Hon tyckte att det var bra att denna avvägning görs tydligare, även om det fortfarande är oklart exakt hur den ser ut. Det resonemang som förs i en fördjupningsruta kring principerna för hur penningpolitiken kan ta hänsyn till hushållens skuldsättning inom ramen för ett flexibelt inflationsmål är ett viktigt första steg mot att tydliggöra hur avvägningen ser ut. Därmed är det också ett viktigt steg mot att göra penningpolitiken tydligare och mer förutsägbar.

Men Ekholm betonade att det finns andra risker än de som förknippas med hushållens skuldsättning som direktionen behöver beakta. Ett viktigt skäl till varför hon tyckte att det var viktigt att sänka räntan trots en förhållandevis låg räntenivå i utgångsläget och en konjunkturfas som man typiskt sett inte förväntar sig räntesänkningar i är att det finns risker med att inflationen blir för låg. KPIF-inflationen har legat under 2 procent i princip sedan början av 2011, det vill säga i 2,5 år. Under dessa 2,5 år har Riksbankens prognoser alltid varit att KPIF-inflationen ska komma upp till 2 procent under prognoshorisonten. Men istället för att komma upp och närma sig 2 procent har den glidit ner och är nu några tiondelar under 1 procent. Ekholm påpekade att ett skäl till detta var att konjunkturen oväntat kom att försvagas under 2011. Men det kan naturligtvis komma oförutsedda konjunkturförsvagningar också under de kommande tre åren, som utgör Riksbankens prognoshorisont. Det kan komma en ny period med en apprecierande krona eller en period med låg inflation i omvärlden. Allt detta är faktorer som dämpar den svenska inflationen. Frågan är vad som händer i så fall när inflationen i utgångsläget är så låg. För Ekholm framstod det som viktigt att hålla ett respektavstånd till läget när prisnivån inte ökar alls så att man garanterat undviker risken att hamna i regelrätt deflation. Nu har kronan försvagats en del i samband med den allra senaste tidens ökade turbulens på de finansiella marknaderna och det innebär att trycket nedåt på inflationen dämpas något. Men det är svårt att veta hur bestående denna utveckling är.

Ekholm påpekade vidare att förväntningarna spelar stor roll för inflationsutvecklingen. Budskapet i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationsförväntningarna på lång sikt är väl förankrade. Förväntningarna på 5 års sikt ligger också enligt Prosperas undersökning på eller nära 2 procent. Samtidigt finns det tecken på att inflationsförväntningarna har fallit på kortare sikt. Dessutom tyder inflationskompensationen i statsobligationer så som den kan utläsas av räntor på nominella och reala obligationer på något fallande inflationsförväntningar på lång sikt. Så hon menade att det inte var helt uppenbart vilka slutsatser man ska dra om inflationsförväntningarna.

Dessutom kan låg inflation utgöra ett problem oavsett om inflationsförväntningarna glider ner eller om de förblir förankrade i ett läge där inflationen väntas förbli under

målet under lång tid. Om inflationsförväntningarna glider ner blir det svårt att få upp inflationen mot målet. Om de förblir förankrade vid 2 procent så kan kostnaden i termer av arbetslöshet av att inte nå upp till 2 procents inflation bli hög, något som Lars E.O. Svensson pekat på i sina analyser av den långsiktiga inflationstakten.

Ekholm tyckte att resonemanget i fördjupningsrutan om hur penningpolitiken kan ta hänsyn till risker förknippade med hushållens skuldsättning klargjorde att man måste ta ställning till dels hur man tror att reporäntan påverkar hushållens skuldsättning, dels hur denna skuldsättning påverkar risken för en situation där bostadspriserna faller kraftigt och hushållen reagerar med att öka sparandet på ett sätt som gör att konsumtionstillväxten blir låg under en lång period. Hennes uppfattning, baserat på vad Riksbanken hittills har lyckats utreda om dessa olika delfrågor, var att förändringar av reporäntan i storleksordningen en kvarts eller en halv procentenhet knappast kan ha en tillräckligt stor effekt på skuldsättningen för att på något väsentligt sätt påverka risken för att ett prisfall på bostäder någon gång i framtiden ska leda till en utdragen lågkonjunktur.

Ekholm höll med om att det kunde vara så att en generellt låg räntenivå under lång tid bidrar till att öka risken för en sådan utveckling. Många länder som har rekordlåga räntor och har haft det de senaste åren är länder där priserna på bostäder fallit drastiskt och hushållen reagerat med att dra ned på skuldsättningen. Låga räntor i ett sådant läge riskerar knappast att uppmuntra överdriven skuldsättning utan hjälper hushållen att sanera sina balansräkningar. I Sverige är dock situationen annorlunda, eftersom bostadspriserna här har varit förhållandevis stabila de senaste åren. Då finns kanske anledning till oro över att ett lågt ränteläge under en längre tid - i sig motiverat av företagens pressade läge och dämpade investeringsvilja - bidrar till en skulduppbyggnad som skapar problem i framtiden.

Men Ekholm menade att det problemet inte kan lösas genom att hålla räntan ganska, bara inte väldigt, låg under lång tid. Då riskerar man att skulderna ändå blir höga samtidigt som ekonomin präglas av fundamentala obalanser därför att både inflationen och resursutnyttjandet är för låga. I det läget trodde hon att det är mindre riskfyllt att göra vad man kan för att få makroekonomin i balans relativt snabbt. Det skapar förutsättningar för att kunna höja räntan inom en någorlunda snar framtid, vilket kan vara viktigt för att dämpa skulduppbyggnaden. Dessutom trodde hon att ett fall i priserna på bostäder riskerar att ställa till med betydligt större oreda om arbetslösheten redan är hög och inflationen nära noll jämfört med om ekonomin huvudsakligen är i balans.

Vidare tyckte Ekholm att man också måste ta ställning till frågan om hur förändringar i skuldsättningen påverkar risken för ett negativt makroekonomiskt scenario, utlöst av fallande bostadspriser. Prognosen för hushållens skuldkvot har reviderats ned med någon procentenhet jämfört med i den penningpolitiska uppföljningen i april, baserat på utfall. Nu väntas skuldkvoten växa till knappt 176 procent kring årsskiftet 2015-2016 jämfört med 177 procent i bedömningen i april. Enligt hennes bedömning, utifrån de kortsiktiga

samband mellan reporänta och skuldkvot som redovisas i den tidigare nämnda fördjupningsrutan i utkastet till penningpolitisk rapport, så skulle en sänkning med 0,25 procentenheter som ligger kvar i ett år väntas medföra en skuldkvot som bara är cirka en procentenhet högre, det vill säga samma nivå som i den penningpolitiska uppföljningen i april. Det skulle alltså innebära samma risk för ett negativt makroekonomiskt scenario som i prognosen i april. Eftersom nedrevideringen av skuldkvoten inte har lett till en nedreviderad räntebana så tyckte Ekholm att det var rimligt att dra slutsatsen att sambandet mellan skuldsättningen och risken för ett negativt makroekonomiskt scenario bedöms vara någonting mer komplext än att marginella förändringar i det ena leder till marginella förändringar i det andra. Men för att penningpolitiken ska kunna bli ordentligt förutsägbar så krävs ett tydliggörande hur detta samband antas se ut. Hon tyckte att det var viktigt att Riksbanken publicerar detta framöver.

I stället för huvudscenariots räntebana förordade Ekholm en sänkning med 0,25 procentenheter som ligger kvar till och med andra kvartalet 2014, för att sedan successivt stiga. För att bedöma hur snabbt reporäntan kan väntas stiga och vilken nivå den kan väntas ligga på i slutet av prognoshorisonten menade Ekholm att man behöver ta ställning till hur man tror att utländska styrräntor ska utvecklas, eftersom reporäntan knappast kan avvika mycket från utländska styrräntor utan att det får starka effekter på växelkursen. Prognosen för utländska styrräntor och penningpolitiska förväntningar baserade på implicita terminräntor ligger ganska nära varandra – på kort horisont har de penningpolitiska förväntningarna, mätt med implicita terminräntor, för ovanlighetens skull legat över prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport den allra senaste tiden. Men i prognosen stiger utländska styrräntor snabbare än förväntningarna enligt terminsprissättningen, vilket tyder på att prognosen kan överskatta hur snabbt dessa räntor kommer att stiga. Profilen på Riksbankens egen reporäntebana spelar roll för Riksbankens prognos för KPI-inflationen. Ekholm poängterade att det var just när det gäller reporänteprognosen och prognosen för KPI-inflationen (som inkluderar hushållens bostadsräntor) som Riksbanken får dåligt betyg i olika utvärderingar av prognosförmågan jämfört med andra. För Riksbankens rykte som prognosmakare är det alltså viktigt att även få till svansen på räntebanan rätt. Hennes bedömning var att den stiger väl snabbt i ljuset av vad man kan förvänta sig när det gäller omvärldens penningpolitik, trots den nedrevidering av reporäntebanan som gjordes förra gången och trots det uppställ som skett i omvärldens implicita terminräntor under den senaste tiden. Därför förordade hon en bana som stiger till en något lägre nivå än huvudscenariots räntebana, närmare bestämt till ungefär 2,25 procent i slutet av prognoshorisonten. Enligt simuleringar med makromodellen Ramses ger denna bana en bättre måluppfyllelse för inflation och arbetslöshet jämfört med huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delade de bedömningar som gjordes i utkastet till penningpolitisk rapport både vad gäller

utvecklingen i omvärlden och i Sverige. Utvecklingen efter det penningpolitiska mötet i april har i stora drag följt de prognoser som gjordes då även om det finns avvikelser. Hennes bedömning var att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv för att stödja svensk ekonomi och för att inflationsmålet på 2 procent ska nås. Hon stödde därför förslaget om att låta reporäntan vara kvar på 1 procent och den föreslagna reporäntebanan.

af Jochnick noterade att BNP-tillväxten i omvärlden sammantaget mätt på det sätt som är mest relevant för svensk ekonomi, det vill säga KIX-vägt, väntas bli ganska svag i år och hon stödde bedömningen att den förbättras successivt framöver. Hon påpekade att under 2012 hade direktionen varit oroliga över återhämtningen i USA och det fiskala stupets effekt på amerikansk ekonomi. Denna oro har nu stillats eftersom tillväxten återhämtar sig och effekterna av det fiskala stupet blev hanterliga.

af Jochnick menade att det dock finns några osäkerhetsfaktorer i den globala ekonomin som förtjänade uppmärksamhet. På de finansiella marknaderna har det skett stora rörelser på senare tid. Marknadsaktörernas oro har påverkats av osäkerhet om när och i vilken omfattning man i USA påbörjar en "exit" från en mycket stimulerande penningpolitik. Till det kommer svårigheten att bedöma effekterna på den kinesiska ekonomin av problemen i den kinesiska banksektorn. Det är svårt att idag ta ställning till vad konsekvenserna blir på sikt av dessa osäkra faktorer, vilket bidrar till att prognososäkerheten är hög.

Eftersom Sverige är beroende av att tillväxten i euroområdet tar fart är det av särskilt intresse att följa de mått och steg som nu tas där. Jämfört med läget för ett år sedan har ett antal åtgärder vidtagits, vilket bidragit till att inte minst de finansiella marknaderna fungerat bättre och att räntorna i problemländerna kommit ner till lägre nivåer. Återhämtningen i euroområdet går dock långsamt och det återstår en hel del innan utvecklingen kan anses vara mer långsiktigt hållbar. Enligt af Jochnick återstod nedåtrisker i euroområdet. Dessa är främst relaterade till att euroländerna inte tillräckligt snabbt och fullödigt genomför de reformer som behövs och att tillväxten därmed inte kommer igång.

Hon påpekade att hennes bedömning var att den framtida utvecklingen ser ganska olika ut mellan olika länder i euroområdet. Vid en bedömning av utvecklingen i euroområdet var det därför, enligt henne, viktigt att särskilt följa de länder som är av stor betydelse för svensk export. Hon menade att det till exempel ur svensk synvinkel var positivt att det går relativt sett bättre för Tyskland än för andra euroländer som är mindre betydelsefulla för svensk handel. Den tyska exporten verkar också sakta återhämta sig som en följd av den globala återhämtningen och av en bra anpassningsförmåga till efterfrågan från bland annat tillväxtländer. Sammantaget var hennes bedömning att det finns nedåtrisker för euroområdet, men att det också finns positiv information som stödjer bedömningen att tillväxten i eurozonen kommer att vända uppåt 2014.

af Jochnick konstaterade att utvecklingen i Sverige sedan det penningpolitiska beslutet i april i stora drag hade följt den prognos som Riksbanken gjorde då. Ekonomin är, som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport, tudelad där export och investeringar ligger på fortsatt låga nivåer. Det finns dock tecken på en vändning i industrikonjunkturen, vilket syntes senast i juni månads inköpschefsindex.

Hushållen ökar däremot sin konsumtion. Konsumtionsökningen beror på att hushållen nu är positiva både till sin egen ekonomi och till svensk ekonomi, samtidigt som inkomsterna ökar. Hushållens framtidstro har också påverkat utvecklingen på bostadsmarknaden. Huspriserna är på väg upp och skuldsättningen ökar. Det låga ränteläget har också bidragit till denna utveckling. af Jochnick påpekade att en viss ökning i de bostadsräntor som hushållen möter kunde skönjas, vilket kunde dämpa efterfrågan på lån. Hon ville återkomma till sin syn på hushållens skuldsättning senare i diskussionen.

af Jochnick påpekade att Sverige har haft låg inflation under en längre tid. Det har dels handlat om svag importerad inflation till följd av låga internationella priser och en stark krona, dels svag inhemsk efterfrågan och lågt resursutnyttjande. af Jochnick menade att det därför var rimligt att hålla kvar reporäntan på dagens låga nivå under ungefär ett år. Hon delade synen att den svenska tillväxten kommer att ta fart gradvis när den internationella efterfrågan stärks. Hon menade vidare att den inhemska efterfrågan kommer att öka när arbetsmarknaden återhämtar sig, sysselsättningen stiger snabbare och arbetslösheten minskar. När konjunkturen börjar förbättras väntas importpriserna öka och arbetskostnaderna stiga snabbare. Dessutom väntas företagens prispåslag bli högre. KPIF-inflationen stiger då och når målet på 2 procent under 2015.

Vice riksbankschef **Per Jansson** ställde sig bakom både makroprognosen och penningpolitiken som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Han anförde att det som varit avgörande för hans syn på penningpolitiken precis som tidigare hade varit avvägningen mellan behoven av att å ena sidan mer kortsiktigt stimulera konjunkturen och bidra till att inflationen stiger och å andra sidan mer långsiktigt beakta riskerna med hushållens höga skuldsättning. Han menade att det handlar om att gasa lagom så att det säkerställs att den makroekonomiska utvecklingen inte bara ser hygglig ut på kort sikt utan också blir hållbar mer långsiktigt. Jansson tyckte att de här principerna för penningpolitiken beskrevs på ett förtjänstfullt sätt i en fördjupningsruta i utkastet till penningpolitisk rapport, och han hoppades att många skulle läsa den.¹

Jansson konstaterade att det blev mer komplicerat att resonera kring penningpolitiken på det här sättet jämfört med att sträva efter att snabbt pressa upp inflationen mot målet.

¹ Se fördjupningsrutan "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen", Penningpolitisk rapport juli 2013, Sveriges Riksbank, sid 42. Dessa frågor diskuteras också i Per Jansson (2013), "Perspektiv på Riksbankens penningpolitik", tal vid SNS, Stockholm juni 2013.

För att penningpolitiken ska bli förutsägbar och begriplig är det därför viktigt att vara så tydlig som möjligt när det gäller att förklara på vilket sätt den förda politiken bedöms vara rimlig i ljuset av de ingående faktorerna som påverkar avvägningen. Han avsåg därför att i sitt inlägg förtydliga hur han såg både på den mer kortsiktiga ekonomiska utvecklingen och på de mer långsiktiga riskerna förknippade med hushållens skulder jämfört med bedömningen i april.

BNP-tillväxten för första kvartalet föll ut en hel del bättre än vad Riksbanken och i stort sett alla andra bedömare hade räknat med. Den säsongrensade tillväxten landade på 0,6 procent jämfört med det fjärde kvartalet i fjol, vilket är ungefär dubbelt så högt som väntat i den penningpolitiska uppföljningen i april. Studerar man försörjningsbalansens olika komponenter är dock utvecklingen inte odelat positiv. Både export- och investeringsutvecklingen var oväntat svag. Hushållens konsumtion ökade dock snabbt och vissa indikatorer ger hopp om att exporten framöver också kan ta bättre fart. Det illustreras bland annat av gårdagens inköpschefsindex för juni, som steg med cirka 1,5 enheter till 53,5. Det är den högsta nivån sedan maj 2011. Jansson påpekade att en starkare exportmarknad lägger grunden för att också investeringsaktiviteten så småningom ska kunna tillta.

Jansson menade vidare att den svenska arbetsmarknaden fortsätter att uppvisa motståndskraft. Arbetslösheten har utvecklats ungefär som väntat sedan den penningpolitiska uppföljningen i april. Bakom den stabila aggregerade arbetslöshetsciffran döljer sig positiva trender för både antalet personer i arbetskraften och antalet sysselsatta. Den positiva trenden för sysselsättningen har till och med accelererat något den allra senaste tiden. Han tyckte också det var värt att lyfta fram att just det senaste utfallet för arbetslösheten överträffade förväntningarna ganska påtagligt; säsongrensat föll arbetslösheten i maj med 0,4 procentenheter till 7,9 procent, vilket var 0,5 procentenheter lägre än vad marknaden räknade med.² Han underströk samtidigt att arbetslöshetsutfallen enskilda månader är slagiga och därför måste tolkas försiktigt.

Jansson konstaterade att KPIF-inflationen i maj uppgick till 0,7 procent, vilket var en tiondels procentenhet lägre än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Eftersom utfallet för april nästan var 0,3 procentenheter under aprilprognosen innebär majutfallet att cirka 2/3 av prognosfelet togs igen. Jansson menade att han inte kunde utesluta att den senaste tidens förhållandevis kraftiga försvagning av kronans växelkurs kommer att innebära att inflationstakten framöver stiger något snabbare än vad som antas i utkastet till penningpolitisk rapport. Sedan arbetet med prognosen i april har kronan försvagats med cirka 5 procent mot både euron och den amerikanska dollarn. På

² Enligt SME Direkts prognosenkät.

vilket sätt växelkursen i slutänden kommer att påverka inflationen beror i hög grad på hur varaktig försvagningen uppfattas vara.³

Sammantaget är bilden av den ekonomiska utvecklingen ungefär densamma som i april. Liksom i april förväntas det ta omkring två år innan KPIF-inflationen är i närheten av 2 procent. Jansson tyckte att det var en långsam, men inte oacceptabelt långsam, anpassning av inflationen. Det finns heller inga tendenser till att inflationsförväntningarna på längre sikt börjar avvika nämnvärt från 2 procent. Konjunkturutsikterna talar för en gradvis återhämtning som så småningom också bör sätta tydliga avtryck på arbetsmarknaden. Jansson poängterade att även om han pekat på några faktorer som kan göra att han är aningen mer optimistisk än prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport tyckte han att skillnaderna när allt kommer omkring var ganska marginella och inte tillräckliga för att motivera en reservation.

Inte heller när det gäller riskerna förknippade med hushållens skuldsättning och på bostadsmarknaden har några dramatiska förskjutningar skett sedan april. Att bostadspriserna uppvisar tendenser att ta fart i nuvarande läge illustrerar både att ränteläget spelar roll för prisutvecklingen och att det finns strukturella problem på den svenska bostadsmarknaden. Jansson menade att det gäller att undvika att bostadspriserna ökar alltför snabbt och, som under tidigare år, kraftigt börjar driva upp kreditökningen i hushållssektorn. Precis som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport kan en sådan utveckling bli särskilt problematisk om den inrymmer orealistiskt låga ränteförväntningar bland hushållen. Sammanfattningsvis menade Jansson att situationen på den svenska bostadsmarknaden fortsätter att vara riskfylld och han såg i dagsläget inga förutsättningar för att bilden skulle ändras nämnvärt om inte myndigheter och andra aktörer vidtar ytterligare åtgärder. Och som han betonat tidigare gäller det att agera medan tid är.

Jansson konstaterade därmed att reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport utgör en väl avvägd kompromiss. Genom att inte gasa överdrivet i syfte att snabbt pressa upp inflationen mot målet kan Riksbanken fortsatt bidra till att något dämpa riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Som han såg det förbättrar det förutsättningarna för att den makroekonomiska utvecklingen ska bli långsiktigt hållbar, även om det förmodligen inte är tillräckligt.

Jansson ansåg att den låga inflationen och osäkerheten kring den internationella utvecklingen gör att det kan vara rimligt att indikera en något större sannolikhet för en sänkt än en höjd reporänta i september. Mot bakgrund av att han var lite mer optimistisk än prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport tyckte han dock att en lika stor

³ Kronan och växelkursförväntningarnas betydelse diskuteras i alternativscenariot "Kostnadsutvecklingen och inflationen", Penningpolitisk rapport juli 2013, Sveriges Riksbank, sid 26.

sannolikhet för en sänkning som för en höjning egentligen var ett precis lika rimligt alternativ.

Riksbankschef **Stefan Ingves** uppgav att han delade synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport och noterade samtidigt att det inte var så stora förändringar jämfört med prognosen i april. Han ställde sig även bakom förslaget att behålla reporäntan oförändrad, och den räntebana som ligger till grund för prognosen.

Ingves påpekade att återhämtningen fortsätter gradvis i omvärlden. Men när balansräkningar behöver repareras är konjunkturedgången ofta djupare och längre än annars och det är en sådan utveckling som nu pågår. I euroområdet finns tecken på en stabilisering. Flera länder har dock missat sina deadlines för att korrigera alltför stora budgetunderskott och den fortsatt höga skuldsättningen gör också flera länder sårbara. Ingves påminde om att Riksbankens prognos fortsatt utgår från att trovärdiga åtgärder genomförs i euroområdet för att gradvis stärka balansräkningarna i finansiell och offentlig sektor och att konkurrenskraften förbättras i södra Europa. Det bidrar till en viss återhämtning 2014 och 2015. Ingves menade dock att det finns en risk att länderna drabbas av konsolideringströtthet.

I USA har anpassningen av hushållens balansräkningar kommit längre. Bostadsmarknaden fortsätter att återhämta sig. Det bidrar tillsammans med minskande arbetslöshet till en återhämtning av hushållens konsumtion. Även anpassningen av balansräkningarna i det finansiella systemet har kommit längre i USA, vilket stödjer återhämtningen där. Ingves frågade sig dock om det var så att de finansiella marknaderna till viss del tagit ut återhämtningen i förskott. Han fortsatte med att konstatera att den KIX-vägda BNP-tillväxten i omvärlden blir svag i år till följd av att euroområdet har relativt stor vikt i KIX men att omvärldsutvecklingen gradvis förbättras under prognosperioden. Det sker alltså en global återhämtning även om det är en ojämn och icke synkroniserad sådan.

Den svenska ekonomin är fortfarande tudelad. Å ena sidan har den svaga efterfrågan i euroområdet dämpat exporten och investeringarna. Å andra sidan har hushållens inkomster stigit, förtroendet stärkts och bostadspriser och utlåning fortsatt att öka. Ingves noterade att Riksbankens prognos innebär att BNP-tillväxten i Sverige gradvis ökar när efterfrågan i omvärlden stärks. Då återhämtar sig också arbetsmarknaden enligt prognosen.

Ingves fortsatte med att konstatera att inflationen har varit låg under längre tid. En svag internationell prisutveckling och kronförstärkningen de senaste åren har bidragit till det, liksom svag inhemsk efterfrågan och ett lågt resursutnyttjande. Han menade därför att det var rimligt att behålla reporäntan på en låg nivå.

Den senaste tidens utveckling på de internationella finansiella marknaderna har varit volatil och har bland annat påverkats av marknadsaktörernas osäkerhet om när den

amerikanska centralbanken börjar minska den penningpolitiska stimulansen i USA och av likviditetssituationen i Kinas finansiella sektor. Ingves påpekade att även om det är för tidigt att säga att världen befinner sig i ett nytt läge så kan det inte uteslutas att växelkursrörelserna blir mer volatila framöver. Ur ett inflationsperspektiv är det dock ingen nackdel om kronan försvagas något framöver eftersom inflationen för närvarande ligger under målet. När konjunkturen återhämtar sig, och olika centralbanker börjar reducera stimulanspolitiken, kan man räkna med ytterligare växelkursanpassningar som är svåra att förutsäga. Han menade att det var svårt att veta vad det kommer att betyda för kronan. Sammantaget menade Ingves att den volatila utvecklingen på de finansiella marknaderna visar på svårigheten att bedriva "fine tuning" med penningpolitiken, vilket enligt honom också var ett argument för att låta reporäntan vara oförändrad vid dagens möte. Enligt honom bidrar penningpolitiken då till att konjunkturen stärks och resursutnyttjandet ökar, vilket höjer det inhemska inflationstrycket. Den högre tillväxten i omvärlden bidrar samtidigt till högre globala exportpriser och högre priser på importvaror. KPIF-inflationen bedöms stiga framöver och nå målet 2 procent under 2015.

Samtidigt påpekade Ingves att tillväxten förstås kan bli både bättre och sämre än väntat i omvärlden. Det finns också en risk, menade Ingves, att reformarbetet i Europa utvecklas ojämnt. Om det går bättre i norra Europa och sämre i södra Europa behöver inte Sverige drabbas särskilt mycket, eftersom Sverige främst påverkas av länderna i norr.

Ingves konstaterade till slut att Riksbankens ränteprognois innebär att reporäntan ligger kvar på dagens mycket låga nivå ungefär ett år för att därefter höjas till 2,8 procent i slutet av prognosperioden. Han ansåg att eftersom prognosrevideringarna är små och prognososäkerheten stor talar det för att penningpolitiken bör bedrivas enligt principen "safety first", vilket innebär att räntan bör lämnas oförändrad.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställde sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen så som den beskrevs i utkastet till penningpolitisk rapport. När det gäller den globala utvecklingen så pågår en återhämtning, även om den är osynkroniserad och fortsatt skör. Skingsley delade även huvudscenariots beskrivning att det finns vissa positiva tecken även i de mer drabbade euroländerna, trots fortsatta risker. Hon poängterade att det särskilt gällde ländernas konkurrensförmåga och statsfinanser. Enligt Skingsley visar de svenska erfarenheterna från 1990-talskrisen att när hushåll och företag börjar se att de värsta problemen passerats, så finns förutsättningar för ökad framtidstro. Detta trots att nulägesnivåerna på arbetslöshet och ekonomisk aktivitet fortfarande är ytterst påfrestande.

Skingsley påpekade att dagens situation innebär en globalt osynkroniserad återhämtning. Med detta följer också att flera tongivande centralbanker kommer att minska sina stimulansåtgärder vid olika tidpunkter och i olika takt. Det medför sannolikt återkommande perioder av osäkerhet och volatila marknader. Hon påpekade att finansmarknaderna på senare tid hade präglats av stigande volatilitet på grund av

ändrade förväntningar kring Federal Reserves fortsatta penningpolitik. Eftersom den amerikanska ekonomin håller på att återhämta sig menade hon att det var naturligt att diskussionen dras igång om att påbörja neddragningar av de månatliga obligationsköpen. Hon konstaterade vidare att volatiliteten stiger men att det sker från låga nivåer. Så här långt menade hon att marknadsrörelserna var rimliga och inte utgjorde ett hot mot återhämtningen.

Skingsley fortsatte med att kommentera den svenska ekonomins återhämtning och då särskilt utvecklingen inom näringslivet. Hon menade att det är tydligt att företagen, så som det kommer till uttryck i export- och investeringsstatistik, dras med en svag utveckling. Men det finns några positiva saker att ta fasta på som hon också ansåg stödjer huvudscenariot i rapporten. Dels finns förväntningar om en återhämtning, vilket framgår av till exempel Riksbankens egen företagsundersökning. Dels är aktiviteten inom tjänstesektorn motståndskraftig, vilket framgår av Konjunkturinstitutets (KI:s) barometer. Till detta ville Skingsley lägga den stigande framtidstron hos Sveriges minsta företag, enligt Swedbanks småföretagsbarometer. Detta trots bakslag tidigare under året. Tillförsikt inom denna del av näringslivet menade hon är viktig eftersom småföretagen ofta saknar storföretagens möjligheter till diversifiering både när det gäller produkter och geografiska marknader.

Skingsleys bedömning var att konjunkturåterhämtningen i Sverige är relativt stabil. Ett argument för det var att händelserisker inom ramen för eurokrisen, till exempel grekiska eller italienska regeringskriser, inte längre ger upphov till samma marknadsoro som tidigare. En förklaring till det lugnare marknadsförloppet var enligt henne dels att flera av problemländerna kommit en bit i sina egna anpassningar, dels att övriga euroländer och särskilt ECB har skapat tydligare handlingsstrategier. Det har bidragit till viss stabilitet i marknadsprissättningen. Hon menade därför att bakslag inom euroområdet, så som de italienska regeringssvårigheterna, eller nya regeringsproblem i Grekland, därför inte bör vara lika besvärande för förtroendeindikatorerna i Sverige som under 2011 och 2012.

Skingsley fortsatte med att fråga sig hur en väl avvägd penningpolitik skulle se ut i det här läget. Utifrån Riksbankens egna bedömningar skulle en räntesänkning vid dagens möte kunna medföra en snabbare uppfyllelse av inflationsmålet och en snabbare uppgång i resursutnyttjandet. Relaterat till detta ville hon också kommentera riskbilden kring penningpolitiken. Den första riskfaktorn, som skulle kunna tala för en räntesänkning, är inflationsförväntningarna. Skulle de mer långsiktiga inflationsförväntningarna sjunka betydligt är det ett uttryck för ett förtroendeglapp för prisstabiliteten. Det skulle i så fall behöva adresseras med en lättare penningpolitik, allt annat lika. Den andra riskfaktorn kring penningpolitiken, som Skingsley menade vägde tyngre, gäller skuldsättningen i hushållssektorn. Den globala finanskrisen visade att när hushåll, och i många fall också stater, måste anpassa sig från en hög skuldnivå, så tar det flera år av arbetslöshet och svångremmar, även om penningpolitiken hålls stimulerande

under tiden. De länder som fått problem har haft olika skuldnivåer, såväl i privat som i offentlig sektor, olika växelkursregimer, olika tillväxtmodeller och olika karaktär på sina bankindustrier. Ingen kan därför säkert på förhand säga när skuldsättningen blir ett problem. Därför ansåg hon att det fanns anledning till hög vaksamhet och ödmjukhet inför de prognos- och beslutsavvägningar som skuldsättningen för med sig.

Till detta ville Skingsley också lägga att det är ytterst viktigt att följa hur transmissionsmekanismen fungerar. Så är det alltid men inte minst finanskrisen visade att penningpolitikens effekter på olika delar av samhällsekonomin inte är en statisk företeelse. När transmissionsmekanismen fungerar dåligt kan det behövas en mer stimulerande penningpolitik och när den fungerar bra kan penningpolitiken behöva vara mer återhållsam.

Efter flera års arbete har de svenska bankerna kommit långt i sina anpassningar till nya och högre krav på kapital och likviditet. Marginalerna på bolån ser också ut att ha slutat öka. Med begränsade möjligheter till volymtillväxt finns därför nu förutsättningar för hårdare priskonkurrens. Det skulle i så fall riskera att driva på skuldsättningen oavsett vad Riksbanken gör med reporäntan. Skingsley drog därför slutsatsen att räntan borde lämnas oförändrad och att räntebanan var väl avvägd med hänsyn till hennes uppfattning om både makroförlopp och riskbild.

Avslutningsvis välkomnade hon beredningsarbetet och stundande beslut kring verktyg och arbetsfördelning gällande makrotillsyn i Sverige. Dessa nya verktyg menade hon skulle komma att möjliggöra en bättre kontroll av systemriskerna och öka precisionen när det gäller att hantera risktagande inom olika sektorer. Med makrotillsynsverktyg på plats minskar det nuvarande behovet att i räntebesluten behöva ta hänsyn till hushållens skuldsättning.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** uppgav att han ställde sig bakom den bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som presenterades i utkastet till penningpolitisk rapport. Han förespråkade dock en lägre ränta under det närmsta året än den som föreslogs i huvudscenariot. Han konstaterade att det som varit avgörande för hans ställningstagande var den låga inflationen i kombination med låga inflationsförväntningar på kort och medellång sikt, samt tecken på fallande inflationsförväntningar på längre sikt. En lägre ränta nu skulle ge en snabbare och säkrare återgång till inflationsmålet och även ge förutsättningar att något snabbare höja räntan från de nuvarande låga nivåerna. Han instämde visserligen i beskrivningen av hushållens skulduppbyggnad som en möjlig riskfaktor, men ville återkomma till hur han resonerade kring den frågan lite senare i diskussionen.

Flodén konstaterade att inflationen mätt med KPIF i maj låg på 0,7 procent och därmed hade legat runt 1 procent under de senaste två åren. Enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport kommer KPIF-inflationen nå målet på 2 procent kring mitten av

2015 om den föreslagna räntebanan följs. Inflationen kommer då ha legat klart under målet i fyra år. Enligt denna inflationsprognos skulle dessutom inflationen återvända till målet betydligt snabbare än enligt andra bedömare. Till exempel förväntar sig KI att KPIF-inflationen når målet drygt ett år senare, kring slutet av 2016. Detta trots att de förväntar sig en mer expansiv penningpolitik än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport.

Han menade vidare att det även fanns vissa tecken på att trovärdigheten för inflationsmålet och penningpolitiken började ifrågasättas. Inflationsförväntningarna i Prosperas och KI:s undersökningar har fallit påtagligt under de senaste åren, vilket visas i diagram 3:29 och diagram 3:30 i utkastet till penningpolitisk rapport. Flodén konstaterade att i Prosperas undersökning i mars i år av inflationsförväntningarna om två år bland penningmarknadsaktörer, arbetsmarknadens parter och inköpschefer var det endast 8 procent av de drygt 200 svarande som trodde på en lika hög eller högre inflation som i Riksbankens prognos. Den genomsnittliga förväntningen låg en procentenhet under Riksbankens prognos. I undersökningen har förväntningarna på inflationen om 5 år också fallit, men ligger ändå endast marginellt under inflationsmålet. Även de implicita förväntningarna på inflationen om 5 år baserat på prissättningen av reala och nominella obligationer har fallit och ligger nu kring 1,5 procent.

Flodén underströk att han inte menade att trovärdigheten för inflationsmålet har gått förlorad. Däremot menade han att redan små tecken på fallande trovärdighet borde mana till extra försiktighet. Han tyckte därför det var problematiskt att presentera prognoser och räntebanor där inflationen återförs till målet snabbare än i andra bedömares prognoser, samtidigt som räntebanan medför en striktare penningpolitik än enligt andra bedömare. Han påpekade att direktionens tidigare räntebanor inte varit särskilt träffsäkra utan ofta hade fått revideras ner. Enligt hans bedömning var det mer troligt att den nu föreslagna räntebanan återigen kommer att behöva revideras ner än att den skulle behöva revideras upp. Han menade att det i detta läge vore bättre att omedelbart sänka räntan snarare än att presentera en räntebana som av utomstående inte upplevs som helt trovärdig, eller som inte upplevs bidra till en rimligt snabb återgång till inflationsmålet. Dessa resonemang stärkte, enligt Flodén, alltså argumenten för en räntesänkning vid dagens möte.

Han konstaterade att man mot detta kunde ställa risker förknippade med hushållens skulduppbyggnad. Flodén delade beskrivningen i utkastet till penningpolitisk rapport av den svenska ekonomin som tudelad. Han påpekade att det var en bild som varit synlig under en längre period. Det samlade resursutnyttjandet är lågt; BNP-tillväxten är lägre än normalt, arbetslösheten är högre än en långsiktig jämviktsnivå, lönetrycket är måttligt och industrins kapacitetsutnyttjande och investeringsnivå är låga. Utvecklingen för stora delar av hushållssektorn är däremot stark; hushållens disponibla inkomster fortsätter att öka

relativt snabbt, och trots hög arbetslöshet är sysselsättningsgraden relativt hög och risken för långvarig arbetslöshet låg i många yrkesgrupper.

Till detta kommer att hushåll med stora bolån har gynnats av en expansiv penningpolitik som har medfört låga räntor. Flodén menade att den starka utvecklingen för hushållens disponibla inkomst, i kombination med låga räntor och låg arbetslöshetsrisk i många yrkesgrupper, rimligen kunde tänkas ha bidragit till att pressa upp bostadspriser och hushållens skuldsättning. Ytterligare räntesänkningar skulle förmodligen förstärka ekonomins tudelning och bidra till en fortsatt ökning av hushållens skuldsättningsgrad.

Flodén konstaterade att det dock är svårt att avgöra om bostadspriserna och hushållens skuldsättning har ökat mer än vad som motiveras av fundamentala faktorer. Men man kan knappast utesluta att hushållens ökade skuldsättning åtminstone till viss del har orsakats av icke-fundamentala faktorer, såsom orealistiskt låga förväntningar på de framtida bolåneräntorna. Enligt honom var det därför i princip befogat att penningpolitiken nu tog hänsyn till den snabba ökningen i hushållens skuldsättning.

Flodén menade att idealet vore om räntesänkningars effekt på hushållen nu skulle motverkas av andra åtgärder, såsom betydligt högre riskvikter på bankernas bolån. I avsaknad av sådana åtgärder i tillräcklig omfattning är frågan, enligt Flodén, hur Riksbankens val av reporänta bör påverkas av hänsyn till hushållens skulduppbyggnad. Svaret tyckte han inte var självklart, men för honom föreföll det som problematiskt att på ett meningsfullt sätt ta sådan hänsyn om inflationsmålet skulle uppfyllas.

Inflationen kan snabbt röra sig mot inflationsmålet genom att Riksbanken sänker räntan ytterligare på kort sikt. Alternativt kan direktionen välja att behålla nuvarande räntenivå. Det tar då längre tid att höja inflationen till målet, och räntan måste vara låg under en längre tidsperiod. Valet står alltså inte nödvändigtvis mellan en hög och en låg räntebana som i diagram A1 i fördjupningsrutan om finansiella obalanser som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. En sänkt ränta nu skulle istället medföra att inflationsmålet uppfylls snabbare och även att räntan snabbare kan höjas till normala nivåer. Med en oförändrad ränta nu tar det längre tid innan inflationen börjar stiga, och det är då också risk att det tar lång tid innan räntan kan höjas.

Flodén menade att det han kallade det första handlingsalternativet (sänkt ränta nu) förmodligen bidrar till en något högre skulduppbyggnad i hushållssektorn på kort sikt, men möjligen till en något lägre skulduppbyggnad på medellång sikt. Hans bedömning var att de eventuella problemen med hög skulduppbyggnad i hushållssektorn knappast skiljde sig nämnvärt mellan de två handlingsalternativen. En sänkt ränta nu skulle bidra till både en bättre uppfyllnad av inflationsmålet och en snabbare stabilisering av konjunkturen, och samtidigt minska risken att räntan måste hållas kvar på en låg nivå under en längre tidsperiod än vad som följer av den föreslagna räntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport.

Vidare menade Flodén att om man helt bortsåg från problemen med hushållens skulduppbyggnad skulle den låga inflationen i kombination med det svaga resursutnyttjandet motivera en kraftig räntesänkning i dagsläget. Utifrån hans tidigare resonemang skulle det kunna vara motiverat med en kraftig räntesänkning även om man beaktar hushållens skulduppbyggnad, men då i kombination med en räntebana som återgår till normala nivåer snabbare än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Men det är vanligen önskvärt att det penningpolitiska budskapet inte ändras alltför mycket mellan olika beslutstillfällen. Därför förespråkade han en sänkt ränta till 0,75 procent vid dagens möte, och att räntan hålls kvar på den nivån i ett år för att sedan återgå till den räntebana som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport.

Han reserverade sig därför mot den räntebana som föreslogs i utkastet till penningpolitisk rapport. I stället förespråkade han den lägre räntebana som visades i diagram 2:18 i avsnittet "Alternativa scenarier för räntebanan" i utkastet till penningpolitisk rapport. De modellberäkningar som presenteras där indikerar att skillnaden i inflations- och BNP-utveckling skulle bli små med den räntebanan i stället för huvudscenariots. Flodén menade att det visserligen kunde stämma, men ville avsluta med att kommentera två aspekter kring detta. Han påpekade att för det första bygger modellberäkningarna i det avsnittet på att den lägre räntan jämfört med huvudscenariots kommer som en överraskning för agenterna i modellen i varje kvartal. Om man istället hade gjort modellberäkningarna under antagandet att marknaden skulle revidera sina ränteförväntningar direkt när den nya räntebanan presenterades – ett antagande han tyckte var mer rimligt – skulle effekterna på inflation och BNP ha blivit ungefär dubbelt så stora, enligt modellsimuleringar. Den andra, och för Flodén viktigare aspekten, var att Riksbanken enligt honom bör sända tydliga signaler om att inflationsmålet kommer att uppfyllas inom en snar framtid, och även visa i handling att åtgärder vidtas i linje med sådana signaler.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde diskussionen med att påpeka att ett antal ledamöter hade varit inne på att riskerna med hushållens skulder kan bli särskilt stora om det är så att hushållen har realistiskt låga ränteförväntningar. Han menade att frågan inte var enkel men mycket viktig. Ett skäl till att Jansson ansåg att det var viktigt att fundera på hur Riksbanken kan fördjupa sin analys på detta område är att det visserligen pratas mycket om riskerna med hushållens skulder men att direktionen i det konkreta penningpolitiska beslutsfattandet i slutänden ändå för det mesta väljer att prioritera de kortsiktiga konjunktur- och inflationsutsikterna. Jansson noterade att sedan han blivit medlem i direktionen hade han varit med på åtta penningpolitiska möten. Vid sju av dem hade direktionen valt att sänka reporäntebanan och vid tre dessutom att sänka reporäntan. Det menade han underströk just att direktionen i det konkreta

beslutsfattandet tydligt prioriterat den kortsiktiga ekonomiska utvecklingen. Jansson fortsatte med att fråga sig hur hushållen reagerar på en penningpolitik som inte sätter handling bakom orden. Om hushållen börjar få för sig att det är "mycket ord men lite verkstad" från Riksbankens sida så kanske kreditökningen på nytt tar fart igen. Han anförde att om det vill sig illa kan det uppstå "ketchupeffekter" som orsakar ganska snabba och dramatiska förändringar i kredittillväxten.

Jansson menade att det här gör att Riksbanken nog behöver följa utvecklingen av kredittillväxten och fundera på hur rimliga hushållens ränteförväntningar är. Han konstaterade att Riksbanken har svårt att analysera frågan i sina modeller, eftersom det i dessa antas att förväntningsbildningen är rationell. Med ett sådant antagande har man redan från början uteslutit möjligheten till att orealistiska förväntningar kan finnas. Om man inte kan använda formella modeller, hur kan man då närma sig denna fråga? Jansson nämnde att det kanske skulle gå att ställa ytterligare frågor till hushållen i enkäter, som mer i detalj belyser hur förväntningsbildningen i hushållssektorn går till. Han konstaterade att han själv inte hade svar på hur det var bäst att gå tillväga men att han tyckte att frågan var av stor betydelse och därför ville lyfta den.

Jansson påpekade avslutningsvis att frågan egentligen inte bara handlar om ränteförväntningar utan även om förväntningar på bostadsprisutvecklingen. Han hänvisade till en studie av Karl Case och Robert Shiller som framfört att stigande bostadspriser idag i sig själva kan göra att hushållen börjar förvänta sig stigande priser också imorgon.⁴ Kombinationen av orealistiska ränte- och bostadsprisförväntningar kan skapa kraftfulla förlopp där bostadspriser och skulder ökar snabbt och trendmässigt. En sådan utveckling är mycket svår att bromsa när den väl börjat och det gäller därför att förhindra att det överhuvudtaget inträffar.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att Janssons farhåga att direktionens hänsyn till skuldsättningen skulle uppfattas som "bara prat" hängde samman med den problematik som hon och Flodén tidigare tagit upp till diskussion om att det kan vara svårt att få utrymme att höja räntan när makroekonomin är i ett svagt läge. Hon konstaterade att det verkade finnas två olika synsätt i direktionen som kunde ställas mot varandra. Antingen kunde man välja att hålla styrräntan lite högre under en lång tid för att dämpa tillväxten i skuldsättningen, eller så kunde man lägga vikt vid att snabbare försöka få till stånd en förbättrad makroekonomisk situation så att styrräntan snabbare kunde höjas mot en historiskt mer normal nivå. Hon menade att det inte var uppenbart hur dessa olika strategier skiljer sig när det gäller att påverka hushållens skuldsättning, vilket gjorde det till en fråga som det kunde finnas anledning att analysera i mer detalj på Riksbanken.

⁴ Se Karl E. Case och Robert J. Shiller, "Is there a bubble in the housing market?" *Cowles Foundation Paper* No 1089, 2004.

Ekholm ville även anknyta till Flodéns kommentar om att det kunde vara motiverat med större räntesänkningar än den hon förespråkade vid dagens möte för att snabbare föra upp inflationen mot målet. Hon höll med Flodén om att det kunde vara motiverat med större räntesänkningar av detta skäl, men konstaterade att även hon lade en viss vikt vid att inte göra oväntat kraftiga förändringar av räntan. Hon menade att det kunde ligga något i Flodéns syn att en större sänkning nu och en sedan en snabbare höjning av räntan än vad som annars visar sig möjlig skulle kunna motiveras även utifrån hänsyn till problem med hög skuldsättning.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** påpekade att liksom vid tidigare möten ansåg hon att den utveckling som pågår vad gäller hushållens skuldsättning sannolikt inte är hållbar i längden. Det finns många internationella exempel på länder som haft en likande utveckling och som senare fått problem. Dessa har inte i första hand rört förluster på bostadslån, utan varit effekter som uppkommit efter ett bostadsprisfall med kraftiga fall i konsumtion och BNP och med stigande arbetslöshet. Hon konstaterade vidare att risken för potentiella problem med hushållens skuldsättning också har påpekats av flera internationella organisationer såsom OECD, EU-kommissionen och IMF vid utvärdering av svensk ekonomi. De internationella organisationerna har dessutom påpekat att problemen på den svenska bostadsmarknaden förstärker de finansiella obalanserna i hushållssektorn. Det betyder att bristen på bostäder bidrar till att driva upp huspriserna och därmed skuldsättningen.

af Jochnick menade därför att det var viktigt att ha ett helhetsperspektiv på dessa frågor, eftersom kraftigt stigande bostadspriser, som sedan följs av ett bostadsprisfall, riskerar att fortplanta sig till banksektorn och påverka bankernas möjligheter att finansiera sig och priset på bankernas finansiering. Hon menade att det därför var viktigt att en plan snarast kommer fram i Sverige över hur hushållens skuldsättning på sikt kan komma ner till mer rimliga nivåer. Regelverken bör syfta till att successivt nå en långsiktig balans såväl på bostadsmarknaden som med hushållens skuldsättning.

af Jochnick påpekade att när det gäller hushållens skuldsättning tyckte hon att det var väl förankrat bland de flesta bedömare att skuldkvoten, framförallt i storstadsområden, nått nivåer som skapar onödiga risker i samhällsekonomin. Penningpolitiken kan endast på marginalen påverka detta skeende. Med den expansiva penningpolitik direktionen bedriver för att stödja svensk ekonomi är det ändå rimligt att ta viss hänsyn till skuldsättningen. Om hushållens skuldsättning ökar så ökar också sannolikheten för en finansiell kris bortom den ordinarie prognoshorisonten, enligt den analys som redovisas i en fördjupningsruta i utkastet till penningpolitisk rapport. Dessutom riskerar det att uppstå stora negativa effekter på ekonomin. Ett bostadsprisfall skulle kunna innebära att hushållen ökar sitt sparande och minskar sin konsumtion, vilket dämpar efterfrågan och driver upp arbetslösheten. af Jochnick tyckte att det därför var viktigt att anlägga ett långsiktigt fokus och blicka bortom det treårsperspektiv som var Riksbankens normala

prognoshorisont. Hon poängterade att det inte innebär att inflationsmålet nedprioriteras. Det övergripande målet är att stabilisera inflationen kring målet 2 procent och se till att resursutnyttjandet i ekonomin blir normalt. Men hon tyckte att det var värt att understryka att penningpolitiken inte kan åtgärda strukturella problem på bostadsmarknaden.

Penningpolitiken kan inte heller åtgärda strukturproblemen på arbetsmarknaden. Under senare år tycks till exempel matchningen på den svenska arbetsmarknaden ha försvårats. En stor del av den ökade arbetslösheten består av de som definieras som utsatta grupper. af Jochnick menade att de problem den svenska arbetsmarknaden har idag i hög grad var av strukturell karaktär och därför inte i första hand påverkas av en ränteförändring.

Sammantaget tyckte af Jochnick att det var olyckligt att det blivit så stort fokus på vad penningpolitiken i det rådande läget kan åstadkomma både vad gäller hushållens skuldsättning och vad gäller arbetslösheten. Att bedriva penningpolitik i en lågräntemiljö med tendenser till uppbyggnad av bubblor och svag tillväxt är en utmaning. Penningpolitiken kan dock inte lösa de grundläggande strukturproblemen vare sig vad gäller bostadsmarknaden eller arbetsmarknaden. Penningpolitiken kan stabilisera inflationen kring målet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Genom att den bedrivs i ett långsiktigt perspektiv kan den också väga in risker förknippade med finansiella obalanser.

Riksbankschef **Stefan Ingves** menade att avvägningarna i samband med dagens räntebeslut liknade de vid flera tidigare möten eftersom den aktuella inflationen är låg och de svenska hushållen fortfarande är mer skuldsatta än hushållen i flera av de länder som drabbats av kriser.

Enligt Ingves fanns en bra analys i utkastet till penningpolitisk rapport om hur man kan resonera kring finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen. En lägre ränta skulle snabbare få upp inflationen mot målet men riskerar att öka hushållens skuldsättning. En ökad skuldsättning för hushållen bidrar i sin tur till ökad sannolikhet för allehanda bekymmer längre fram. I rutans stiliserade exempel antas att ekonomiska svårigheter bryter ut efter prognoshorisonten. Men Ingves noterade att en sådan händelse i verkligheten kan komma tidigare. Slutsatsen var tydlig, menade Ingves. Vägs det in att penningpolitiken bedrivs i ett långsiktigt perspektiv så påverkas räntenivån av risker förknippade med finansiella obalanser.

Han menade vidare att den slutsatsen stärks av det faktum att det fortfarande saknas flera verktyg för att hantera systemrisker. Internationella myndigheter såsom IMF, EU-kommissionen och OECD har argumenterat för att Sverige skulle behöva förstärka verktygslådan med bland annat amorteringskrav, höjda riskvikter på bolån och minskad avdragsrätt för räntor. Ingves höll med Ekholm i hennes tidigare uttalande om att det behövs ytterligare arbete kring hur Riksbanken ska beakta finansiella obalanser i

penningpolitiken och så gott det går försöka siffrsätta utväxlingen mellan olika mått på obalanser och räntebanan samtidigt som inflationsmålets övergripande roll för penningpolitiken beaktas. Det menade Ingves var i linje med att allt fler centralbanker fokuserar på den roll finansiell stabilitet har som ett av huvudmålen.

Ingves fortsatte med att säga att det finns andra faktorer som påverkar bostadsmarknaden som inte penningpolitiken eller andra makrotillsynsverktyg kan påverka. Till exempel behövs strukturreformer för att öka utbudet av bostäder, mer effektiva planeringsprocesser för kommunal tillståndsgivning, samt en bättre fungerande hyresmarknad, vilket också påpekats av de internationella organisationerna.

Ingves menade vidare att det när det gäller penningpolitiken också finns andra avvägningar som talade för att behålla räntan oförändrad. Ingves påpekade att han gärna skulle se mer företags- och bostadsinvesteringar men att han inte ytterligare ville späda på hushållens belåning. Med en enda räntenivå menade Ingves att det är svårt för penningpolitiken att hantera den sortens finjusteringar. Ingves höll med af Jochnick om att det är viktigt att komma ihåg att penningpolitiken inte kan åtgärda strukturproblem på arbetsmarknaden. Det gäller till exempel det faktum att arbetskraften i högre grad kommer att bestå av grupper som står längre från arbetsmarknaden enligt SCB:s nya befolkningsprognos. Mot bakgrund av den internationella konjunkturutvecklingen, den osäkerhet som råder och vad penningpolitiken kan och inte kan klara av ansåg han att penningpolitiken nu var väl avvägd.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** uppgav att han instämde i mycket av den diskussion som af Jochnick och Ingves fört kring hushållens skuldsättning och bostadspriserna. Han tyckte också att skulduppbyggnaden var en riskfaktor, och att det behövs effektiva verktyg i makrotillsynen för att hantera den risken. Det var, som tidigare sagts, en fråga som även OECD, EU-kommissionen, och IMF hade lyft fram. Han menade att det dock borde påpekas att dessa internationella organisationer har påtalat risker och behovet att hantera dessa inom makrotillsynen och med strukturåtgärder. Problemen förs alltså inte fram som centrala för penningpolitiken, även om IMF nämner att penningpolitiken kan behöva ta hänsyn till dessa risker.

Han ville också understryka att även om han såg hushållens skulduppbyggnad som en riskfaktor, delade han inte af Jochnicks syn att man kunde slå fast att hushållens skuldsättning ligger på en ohållbar nivå. Flodén menade att det trots allt finns flera faktorer som talar emot det. Till exempel är hushållens sparande högt och investeringarna låga, särskilt i bostäder. Strukturproblem på bostadsmarknaden i kombination med lågt byggande driver upp bostadspriserna, och då kan det även vara motiverat med en skulduppbyggnad. Kanske kommer en anpassning av skuldsättningsgraden att ske på längre sikt om strukturproblemen åtgärdas och byggandet tar fart, men han menade att det inte var självklart att en sådan anpassning skulle medföra en ekonomisk kris.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** ville kommentera frågan om hur aktivt penningpolitiken bör användas. Hon menade att fördelarna med en marginell ränteförändring måste ställas mot riskerna med densamma. Hon höll med om bilden av en tudelad svensk ekonomi där hushållen är i en styrkeposition medan företagssektorn utvecklas svagare. Men hon var inte säker på att det skulle hjälpa företagsinvesteringarna att anpassa räntan för dem när investeringsviljan är låg och balansräkningarna generellt är starka men viljan att låna ändå är svag.

Skingsley knöt an till Ekholms tidigare uttalande om problemen kring hushållens skuldsättning. Hon menade att det är ett för stort fokus på skuldkvoten som mått och att det behövs en bredare ansats när det gäller hushållens skuldsättning. Om hushållen förväntar sig stigande bostadspriser och låneräntorna samtidigt sjunker är det ett recept för stigande priser och skulder. Det bidrog för henne som skäl att hålla räntan oförändrad vid dagens möte.

Hon avslutade med att säga att hon ansåg det viktigt att i analysen titta på hushållens balansräkningar. I det sammanhanget menade hon att det var bra att Riksbanken har begärt in mer data kring hushållens skulder.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ansåg att det inte var motiverat att tona ned penningpolitikens roll när det gäller att påverka variabler som arbetslösheten. Hon menade att dagens arbetslöshet har en uppenbart konjunkturell del som penningpolitiken kan påverka. Konjunkturell arbetslöshet kan också övergå i strukturell arbetslöshet på grund av persistenseffekter på arbetsmarknaden och därför är det viktigt att penningpolitiken används så att man undviker att arbetslösheten under lång tid förblir över en långsiktigt hållbar nivå. Ekholm var också skeptisk till argumentet att det inte går att göra något åt arbetslösheten för grupper som står långt ifrån arbetsmarknaden. Särskilt för dessa grupper, menade Ekholm, är ett högre efterfrågetryck viktigt för att öka chansen till anställning.

När det gäller hushållens skuldsättning menade Ekholm vidare att det verkar finnas en enighet att andra verktyg än reporäntan är bättre lämpade att hantera eventuella problem. Som Flodén påpekade har inte de internationella organisationer som har tagit upp risker förknippade med den svenska skuldsättningen i första hand argumenterat för att penningpolitiken ska användas för att dämpa skuldökningen. Om det här görs till en mer explicit del av det penningpolitiska underlaget så måste även prognosen innefatta en bedömning av vilka åtgärder som vidtas inom andra politikområden av till exempel regeringen och Finansinspektionen och av hur dessa väntas påverka skuldsättningen framöver.

Ekholm höll med Skingsley om att det är för stort fokus på skuldkvotsmåttet och att det är viktigt att även ta in andra aspekter av hushållens finansiella situation i analysen.

Liksom Flodén såg hon det relativt höga hushållsparandet som en viktig faktor som borde minska hushållens sårbarhet vid eventuella fall i bostadspriser och inkomster.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen. Vid mötet konstaterades att den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden i stort sett varit i linje med Riksbankens prognos i den penningpolitiska uppföljningen i april. Direktionen noterade att konjunkturutsikterna i omvärlden såg olika ut i olika delar av världen, men för världen som helhet väntas en successiv förbättring under de närmaste åren. BNP-tillväxten i Sverige väntas vara lägre än normalt under 2013 för att sedan stiga under 2014 i takt med att efterfrågan i omvärlden tar fart. Då väntas även en förbättring på arbetsmarknaden. Diskussionen berörde även tudelningen i den svenska ekonomin, med svaga investeringar och svag export, men med starkare hushåll. Hushållen har haft en god inkomstutveckling, vilket har lett till en ökad konsumtion och stigande bostadspriser. Slutligen berörde diskussionen den höga skuldsättningen hos svenska hushåll, ur såväl ett internationellt som historiskt perspektiv, vilket ansågs göra ekonomin mer sårbar för störningar.

Direktionen var enig om att penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv mot bakgrund av den låga inflationen. En majoritet på fyra ledamöter bedömde därmed att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent till andra halvåret 2014 för att på så sätt ge fortsatt draghjälp åt ekonomin och bidra till att inflationen stiger mot målet. Man ansåg även att en räntebana som var i stort sett oförändrad jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april var rimlig eftersom att ny information sedan dess i stort sett varit i linje med förväntan. Arbetslösheten är uppreviderad i prognosen, men synen på resursutnyttjandet är i princip oförändrad i och med att en stor del av uppgången i arbetslöshet beror på att arbetskraften i högre grad kommer att bestå av grupper som bedöms stå längre ifrån arbetsmarknaden.

Man noterade att en lägre räntebana visserligen skulle kunna leda till att inflationen nådde målet lite tidigare, men samtidigt skulle den öka på skuldsättningen och därmed öka riskerna för den ekonomiska utvecklingen på sikt. Majoriteten ansåg därför att den aktuella reporäntebanan var en rimlig avvägning eftersom den innebar att inflationen och realekonomin stabiliseras mer kortsiktigt samtidigt som den beaktar mer långsiktiga risker förknippade med hushållens skuldsättning.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme att sänka reporäntan till 0,75 procent och att låta den ligga kvar på den nivån till och med andra kvartalet 2014. Därefter förespråkade den ena ledamoten en reporäntebana som sammanföll med huvudscenariot medan den andra ledamotens bana slutar på ungefär 2,25 procent. De bedömde att en sådan penningpolitik skulle föra inflationen snabbare till målet samtidigt som resursutnyttjandet skulle bli mer balanserat. Den skulle därför förbättra ekonomins förutsättningar att klara av framtida störningar och även eventuella risker kopplade till hushållens skuldsättning.

På mötet diskuterades också reporäntans framtida utveckling. Skulle reporäntan behöva ändras den närmaste tiden är det något mer sannolikt att den sänks än att den höjs. Det fanns dock olika uppfattningar om sannolikheten för höjningar eller sänkningar i närtid även inom majoriteten.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten onsdagen den 3 juli 2013 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,00 procent och att detta beslut tillämpas från och med den onsdagen den 10 juli 2013,
- att onsdagen den 3 juli 2013 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 16 juli kl. 9.30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan ligger kvar på 0,75 procent till och med andra kvartalet 2014 för att successivt höjas till ungefär 2,25 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att en räntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan ligger kvar på den nivån till och med andra kvartalet 2014 för att sedan följa räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Detta motiveras av hans bedömning att en sådan räntebana skulle medföra en prognos där KPIF-inflationen snabbare återgår till 2 procent och resursutnyttjandet blir mer balanserat. Dessutom skulle en sådan räntebana minska risken att räntebanan i framtiden måste revideras ner, och att det tar lång tid innan räntan kan höjas från dagens låga nivåer.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Martin Flodén

Stefan Ingves

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Cecilia Skingsley



Sveriges Riksbank

Besöksadress: Brunkebergs torg 11

Postadress: 103 37 Stockholm

www.riksbank.se

Telefon: 08 787 00 00, Fax: 08 21 05 31

E-mail: registratorn@riksbank.se