



Penningpolitiskt protokoll

SEPTEMBER 2013

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 4 september beslutade Riksbankens direktion att låta reporäntan ligga kvar på 1,0 procent och att lämna reporäntebanan oförändrad.

Vid mötet konstaterades att den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden i stort sett varit i linje med Riksbankens prognos i juli. Det är positivt för svensk ekonomi att det nu finns tecken på att en förbättring inletts i euroområdet, samtidigt som återhämtningen fortsätter i USA. Direktionen konstaterade samtidigt att utvecklingen i omvärlden är ojämn. BNP-tillväxten i Sverige var svag andra kvartalet men indikatorer pekar på att en ljusning är i sikte. Förtroendeindikatorer har stigit och läget på arbetsmarknaden har blivit lite bättre än förväntat. Nästa år väntas konjunkturen ta bättre fart och då förbättras även arbetsmarknaden mer märkbart. Inflationen har varit låg under en längre tid, men när konjunkturen stärks bedöms kostnader och priser stiga snabbare. Därmed ökar KPIF-inflationen till 2 procent under 2015. Räntehöjningar innebär att inflationen mätt med KPI blir högre än KPIF-inflationen från slutet av nästa år och uppgår till 2,8 procent i slutet på prognosperioden. Svenska hushåll är högt skuldsatta, i både ett historiskt och internationellt perspektiv, vilket gör ekonomin sårbar för störningar. Det är därför bra att regeringen har kommit med förslag på ett ramverk för makrotillsynen.

Mot bakgrund av den låga inflationen var direktionen enig om att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv. En majoritet på fyra ledamöter bedömde att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent till slutet av 2014. Då väntas konjunkturen mer tydligt ta fart och inflationen ha stigit en tid. Majoriteten ansåg att en oförändrad räntebana jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli var rimlig eftersom ny information sedan dess i stort sett varit i linje med förväntan. De noterade att en lägre räntebana visserligen skulle kunna leda till att inflationen når målet lite tidigare men den skulle samtidigt kunna öka skuldsättningen och därmed riskerna för den ekonomiska utvecklingen mer långsiktigt. Majoriteten ansåg att den aktuella reporäntebanan stimulerar den ekonomiska utvecklingen och bidrar till att inflationen stiger mot 2 procent samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är 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 denna nivå 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.

På mötet diskuterades också regeringens förslag om hur makrotillsynen ska bedrivas och hur det kan komma att påverka penningpolitiken. Direktionen konstaterade att Riksbanken kommer att behöva ta hänsyn till makrotillsynen i utformningen av penningpolitiken men att man behöver återkomma till detta när konkreta åtgärder preciserats.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2013-09-04
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

Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Hans Dellmo
Charlotta Edler
Eric Frieberg
Kerstin Hallsten
Mia Holmfeldt (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Jesper Johansson
Martin W Johansson (§ 1)
Violeta Juks
Jenny Mannent (§ 1)
Lisa Marklund (§ 1)
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Maria Sandström (§ 1)
Ulf Söderström
David Vestin
Anders Vredin

Det antecknades att Hans Dellmo och Violeta Juks skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1,2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Meredith Beechey Österholm från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Statsobligationsräntor med längre löptid i framför allt USA men även i Storbritannien, Tyskland och Sverige har ökat markant sedan den penningpolitiska rapporten som publicerades i början av juli. I Sverige har utvecklingen till stor del följt den internationella och påverkats av att signalerna varit positiva även för svensk ekonomi. Det har även lett till högre räntor på svenska bostadsobligationer.

Den senaste veckan har ökningen av statsobligationsräntorna i utvecklade länder stannat av på grund av upptrappningen av konflikten i Syrien men när indikatorer för tillverkningsindustrin publicerades och blev bättre än förväntat har statsobligationsräntorna fortsatt att stiga. Många tillväxtländers valutor har försvagats kraftigt på senare tid, i synnerhet i länder med stora bytesbalansunderskott och/eller stor kortfristig skuld i utländsk valuta. Försvagningen av tillväxtländernas växelkurser har också stannat av den senaste veckan, vilket delvis kan förklaras med att ett flertal centralbanker i dessa länder har vidtagit åtgärder för att stoppa valutautflödena. Det har inte skett någon mer kommunikation från den amerikanska centralbanken om när de avser att minska sina tillgångsköp. Volatiliteten på obligationsmarknaderna är förhöjd men aktievolatiliteten är förhållandevis låg, trots oroligheterna i Syrien. Den svenska kronan mätt med KIX har stärkts något sedan det penningpolitiska mötet i juli, främst till följd av en förstärkning mot den amerikanska dollarn. Enligt såväl marknadsprissättning som enkätsvar och marknadsanalyser väntas reporäntan lämnas oförändrad vid dagens möte. En första räntehöjning från dagens nivå väntas inte ske förrän i juli nästa år.

Lisa Marklund från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde för den senaste utvecklingen i Sverige och euroområdet vad gäller statsobligationsräntor, priset på kreditrisk för banker, kostnader för säkerställd finansiering och de svenska bankernas finansieringssituation.

Christina Nyman från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 22, 28, och 30 augusti. På ett möte med direktionen den 2 september bordlades texten i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden har i stort sett varit i linje med Riksbankens prognos i juli. Det finns tecken på att en förbättring har inletts i euroområdet, men återhämtningen väntas ta många år. Även i USA är utsikterna för en fortsatt återhämtning goda, medan tillväxtekonomierna bromsar in efter de senaste årens mycket höga tillväxt. Återhämtningen i omvärlden bidrar till ljusare utsikter för Sveriges

ekonomi. Förtroendet hos hushåll och företag har stigit och utvecklingen på arbetsmarknaden har varit något bättre än väntat. När den internationella konjunkturen stärks stiger efterfrågan på svensk export samtidigt som hushållens konsumtion ökar snabbare. Tillväxten i Sverige väntas därmed bli gradvis starkare framöver, vilket i sin tur gör att sysselsättningen stiger snabbare och arbetslösheten minskar under nästa år.

Inflationen är för närvarande låg och KPIF-inflationen förväntas vara kvar på drygt 1 procent den närmaste tiden. När konjunkturen förbättras stiger importpriser och löner snabbare samtidigt som företagen kan höja sina priser mer. Det gör att KPIF-inflationen väntas nå 2 procent under 2015. KPI-inflationen kommer att öka snabbare än KPIF-inflationen från slutet av nästa år och uppgå till 2,8 procent i slutet av prognosperioden.

Reporäntebanan är oförändrad jämfört med bedömningen i juli. Reporäntan väntas vara oförändrad på 1 procent fram till andra halvåret 2014. När konjunkturen har tagit fart mer tydligt och inflationen stigit ett tag höjs reporäntan. Den penningpolitik som förs bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen och bidra till att inflationen stiger mot 2 procent samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skulder.

Nyman noterade att regeringens förslag om att Finansinspektionen får huvudansvaret för alla makrotillsynsverktyg inte tagits i beaktande i prognosen.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bedömningen i utkastet till penningpolitik uppföljning och att den senaste tidens utveckling inte motiverar några nämnvärda revideringar av prognosen för svensk ekonomi. Under sommaren har det överlag sett lite bättre ut i de för Sverige viktiga ekonomierna: euroområdet, USA och Storbritannien. Men det var också Riksbankens förväntning vid det penningpolitiska mötet i juli. Ekholm tyckte att från denna utgångspunkt skulle dagens beslut kunna te sig relativt enkelt och inte behöva motiveras av någon längre utläggning. Utan revidering av den underliggande prognosen finns det ingen anledning att ha någon annan syn på vad som är en väl avvägd penningpolitik än förra gången. Ekholm påpekade att hon i juli ansåg att en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en långsammare uppgång än den beslutade räntebanan var motiverad eftersom inflationen är klart under målet på 2 procent och arbetslösheten klart högre än vad som kan förklaras enbart av strukturella faktorer. Så är läget fortfarande och därför finns det ingen anledning att förorda något annat än i juli.

Ekholm fortsatte sedan med att konstatera att det trots allt har hänt några saker sedan det penningpolitiska mötet i juli som potentiellt sett har bäring på dagens penningpolitiska beslut och därför behöver diskuteras. Det mest uppenbara, enligt Ekholm, är regeringens förslag till reformer för att förstärka den finansiella stabiliteten,

vilket innefattar att Finansinspektionen får huvudansvaret för alla makrotillsynsverktyg. Ekholm framhöll att det tydligaste motargumentet till att sänka reporäntan under senare tid har varit bedömningen att en sådan sänkning skulle öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Hennes tolkning av vad regeringen kommunicerat och vad Finansinspektionens generaldirektör Martin Andersson aviserade i en debattartikel i Dagens industri den 3 september är att Finansinspektionens ansvar på detta område innefattar att vidta åtgärder för att dämpa denna skuldsättning om det anses behövas för att minska risker för stora realekonomiska kostnader i framtiden. Ekholm ställde frågan hur Riksbankens direktion ska förhålla sig till detta.

Ett alternativ skulle kunna vara att hävda att reporäntan ändå måste sättas högre än vad som motiveras av inflationen och den realekonomiska utvecklingen på medellång sikt för att direktionen bedömer att hushållens skuldsättning utgör en större risk i dagsläget än vad Finansinspektionen gör. Ett sådant förhållningssätt vore dock fel, enligt Ekholm. Hon framhöll att det framgår av regeringens kommunikation att huvudskälet till varför Finansinspektionen och inte Riksbanken ges huvudansvaret för makrotillsynen är möjligheten att utkräva ansvar för den förda politiken. Det framgår också att regeringen anser att det är en viktig demokratisk fråga, vilket Ekholm höll med om.

Hon ansåg att det är ett problem att direktionen i princip kan välja att tolka inflationsmålet hur flexibelt som helst. Hon tyckte att om man går väldigt långt i riktningen mot att acceptera avvikelser från inflationsmålet för att påverka hushållens skuldsättning så har hela poängen med att lägga de penningpolitiska besluten i händerna på oberoende beslutsfattare förfelats. Poängen med att delegera de penningpolitiska besluten till oberoende beslutsfattare med ett tydligt mandat att uppfylla ett inflationsmål är ju att man skulle kunna få en stabilare prisutveckling och, med väl förankrade inflationsförväntningar, kunna använda penningpolitik för aktiv konjunkturstabilisering. Om man tänjer mycket på detta mål så måste man fråga sig varför Riksbankens direktion ska åtnjuta ett oberoende som andra beslutsfattare inte har.

Ekholm poängterade att hon själv under senare tid har bedömt att reporäntans effekter på hushållens skuldsättning är alltför marginella för att det ska vara motiverat att väga in eventuella risker förknippade med denna skuldsättning i de penningpolitiska besluten. Hon såg därför ingen anledning att revidera sin bedömning av vad som är en väl avvägd penningpolitik i ljuset av den nya informationen om hur den framtida makrotillsynen kommer att bedrivas.

En annan sak som hänt sedan det förra penningpolitiska mötet är att ytterligare en centralbank, nämligen Bank of England, har gått i riktning mot att villkora en åtstramning av penningpolitiken på utvecklingen på arbetsmarknaden. Bank of England har kommunicerat att de inte kommer att överväga att höja räntan förrän arbetslösheten är nere i 7 procent såvida inte prisstabilitet eller finansiell stabilitet hotas. Ekholm menade att både Federal Reserve och Bank of England tycks ha en mer ambitiös syn på vad

penningpolitiken kan bidra med när det gäller att understödja en förbättring på arbetsmarknaden än vad den föreslagna reporäntebanan tyder på. Den prognosticerade arbetslösheten i Sverige är över 7,5 procent när reporäntan väntas börja höjas, och det är i ett läge där det enligt prognosen inte finns något uppenbart inflationshot. Ekholm hade svårt att se något tydligt skäl till varför Riksbanken skulle ha en mindre ambitiös syn på detta än Bank of England.

Ekholm betonade att detta inte innebar att hon förordar att reporäntan hålls oförändrad på sin nuvarande nivå en längre tid än vad som ges av den föreslagna banan. Hon förordade att den sänks nu, för att snabba på återhämtningen med mer penningpolitisk stimulans den närmaste tiden. Med mer penningpolitisk stimulans i närtid förbättras förutsättningarna för att kunna börja höja styrräntan relativt snabbt. Utan sådan stimulans ökar risken att inflationen blir kvar på en låg nivå och då blir det svårt att höja räntan. Liksom vid penningpolitiska mötet i juli ansåg Ekholm att det i princip skulle kunna vara motiverat med en större räntesänkning än 0,25 procentenheter för att snabbt föra upp inflationen mot målet på 2 procent, men som då lägger hon en viss vikt vid att inte göra kraftiga och därmed överraskande förändringar av räntan.

När det gäller själva banan så förordade Ekholm samma bana som vid förra mötet, där reporäntan ligger kvar på 0,75 procent till och med andra kvartalet 2014 för att sedan successivt stiga till 2,25 procent i slutet på prognosperioden. Som tidigare är hennes bedömning att reporäntan inte kan höjas så mycket som till 2,75 procent i slutet av prognosperioden i ljuset av att utländska styrräntor väntas förbli mycket låga under hela denna period. Skillnaden mellan reporäntan och en KIX-vägd styrränta väntas öka med mer än 0,75 procentenheter under prognosperioden enligt prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Ekholm trodde att en sådan ökning av räntedifferensen riskerar att medföra en förstärkning av kronan som gör det svårt att komma upp till 2 procent KPIF-inflation. Eftersom varken det inhemska kostnadstrycket eller den utländska inflationen väntas stiga särskilt mycket under prognosperioden så krävs det att växelkursen inte apprecierar markant för att prognosen för inflationen ska hålla. Det förutsätter, enligt Ekholm, en räntebana som håller sig närmare prognosen för utlandets styrräntor under hela prognosperioden.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att han på det penningpolitiska mötet i juli argumenterade för att den ekonomiska utvecklingen skulle kunna överträffa Riksbankens prognoser något. Han tyckte att utvecklingen sedan dess understryker den möjligheten. Jansson avsåg att i sitt inlägg förklara varför han tyckte så samt tydliggöra vilka penningpolitiska slutsatser han drar av detta.

Jansson ansåg att det var särskilt glädjande att konjunkturutsikterna förbättrats för euroområdet. Under andra kvartalet var tillväxten i euroländerna positiv för första gången på cirka 1,5 år. Det föreligger fortfarande ganska stora skillnader mellan enskilda länder men tillväxtprofilen pekar nu uppåt för samtliga länder som det finns data för. Till bilden

hör också att ett antal indikatorer – exempelvis barometerindikatorer, inköpschefsindex, konsumentförtroendet och detaljhandeln – tyder på fortsatta uppgångar i den ekonomiska aktiviteten. Det är dock viktigt att betona att euroområdets strukturella problem kvarstår. I många länder måste de offentliga finanserna förbättras, konkurrenskraften stärkas och, inte minst, banksektorn tillföras kapital eller bantas ner. För att återhämtningen ska bli robust och slippa alltför stora bakslag krävs att dessa strukturella problem hanteras och att man inte bara "sparkar burken nerför gatan", som tyvärr hittills skett i alldeles för stor utsträckning.

Jansson konstaterade att i Sverige utgjorde BNP-utfallet för andra kvartalet en besvikelse. Men tillväxten hittills under 2013 har ändå totalt sett utvecklats hyggligt, med en genomsnittlig säsongsrensad tillväxttakt på cirka 0,3 procent per kvartal. Framöver finns förutsättningar för en ganska rejäl förstärkning av tillväxttakten. För detta talar bland annat de relativt stora uppgångarna i Konjunkturinstitutets barometerundersökning, ett stärkt konsumentförtroende och ett förbättrat inköpschefsindex för både tillverkningsindustrin och tjänstenäringarna. Den komponent i försörjningsbalansen som under den närmaste tiden kan förväntas bidra mest till tillväxten är hushållens konsumtion. Det förklaras av ett flertal faktorer, bland annat ett högt sparande i utgångsläget, räntor som förblir låga under en ganska lång tid och inkomstskattelättnader i regeringens budgetproposition. Att det sker en återhämtning i omvärlden och att framför allt euroområdet står på fastare mark bör innebära att både exporten och investeringarna så småningom blir kompletterande drivkrafter för tillväxten.

Jansson noterade att utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden är en annan glädjande faktor. Den har under en längre tid visat på stor motståndskraft och under senare tid också överraskat positivt, vilket han påpekade redan på det penningpolitiska mötet i juli. I den offentliga debatten och på marknaden har fokus i hög grad satts på arbetslöshetens utveckling. Det har inneburit att sysselsättningsutvecklingen, som hittills i år nästan genomgående överraskat på uppsidan, hamnat lite i skymundan. Under perioden maj-juli har emellertid även arbetslösheten börjat överraska positivt. I juli uppgick den säsongsjusterade arbetslösheten till 7,8 procent, vilket var 0,3 procentenheter lägre än vad marknaden räknade med.¹ Under de senaste tre månaderna har marknaden därmed överskattat arbetslösheten med cirka 0,8 procentenheter. Visserligen är månadsutfallen för arbetslösheten slagiga och bör därför tolkas försiktigt. Men utvecklingen ger så här långt ändå skäl till optimism, inte minst eftersom den underliggande positiva trenden i arbetskraften indikerar en potential för nedgångar i arbetslösheten utöver dem som kommer från konjunkturförbättringen.

KPIF-inflationen uppgick i juli till 1,2 procent, vilket var 0,2 procentenheter högre än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli. Prognosfelet berodde visserligen

¹ SME Direkts prognosenkät.

mest på att energipriserna ökade lite mer än väntat men det är i rådande läge, ifall prognosen inte träffar rätt, ändå bättre att underskatta snarare än överskatta inflationsutfallet. Jansson menade vidare att han, precis som i juli, fortsätter att tro att kronans växelkurs framöver kan pressa upp inflationen lite snabbare än vad som antas i prognosen. Sedan årsskiftet har kronan utvecklats ganska stabilt mot både euron och den amerikanska dollarn. Framöver, när konjunkturåterhämtningen i både euroområdet och USA tar bättre fart, samtidigt som den mycket expansiva ekonomiska politiken börjar normaliseras, är det inte orimligt att tro att det kan uppstå tendenser till en svagare krona. Visserligen är det möjligt att kronan i ett sådant scenario under en tid fortsätter att förstärkas mot vissa tillväxtekonomiers valutor, men kopplingen mellan Sverige och många av dessa länder är än så länge inte överdrivet stark. Jansson framhöll att det givetvis också finns ett antal nedåtrisker för den svenska inflationen. Men möjligheten till en viss oväntad press uppåt på inflationen via en svagare växelkurs förtjänade enligt Jansson ändå att nämnas.

Precis som vid det penningpolitiska mötet i juli såg Jansson alltså även denna gång skäl till att vara lite mer optimistisk än prognosförslaget i utkastet till rapporten. Han betonade dock att detta inte heller den här gången hindrar honom från att ställa sig bakom bedömningarna som finns i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Att det inte gör det hänger samman dels med att prognoskillnaderna fortfarande är ganska små, dels med att en något ljusare prognos för den ekonomiska utvecklingen inte behöver få konsekvenser för beslutet om reporäntan nu eller reporäntebanan i framtiden. I ett läge där inflationen fortfarande är en bra bit under målet och riskerna för överhettning är små kan prognosen över den ekonomiska utvecklingen tåla en viss upprevidering utan att det behöver påverka utformningen av penningpolitiken.

Resonemanget att penningpolitiken inte behöver påverkas av en ljusare prognos för den ekonomiska utvecklingen förutsätter att riskerna förknippade med hushållens höga skulder, som i förlängningen kan utgöra ett allvarligt hot mot den makroekonomiska stabiliteten, inte ökar och kan hanteras.² Men detta är inte självklart. Såväl bostadspriserna, framförallt vad gäller bostadsrätter, som utlåningen fortsätter att uppvisa tendenser till snabbare ökningstakter. Den låga räntan, de väntade skattelättnaderna och den allmänt sett starkare konjunkturen är faktorer som kan förväntas bidra till fortsatta uppgångar i både priser och utlåning.

Förutsättningarna för att framöver kunna hantera riskerna med hushållens höga skulder har, enligt Jansson, samtidigt förbättrats i och med att regeringen har lanserat sitt förslag till ett förstärkt ramverk för finansiell stabilitet. I detta klargörs att det är

² Se fördjupningsrutan "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen", sid 42 i den penningpolitiska rapporten i juli 2013, och Per Jansson (2013), "Perspektiv på Riksbankens penningpolitik", tal vid SNS, Stockholm, för en diskussion av hur och varför riskerna förknippade med hushållens höga skulder beaktas i penningpolitiken.

Finansinspektionen som får det huvudsakliga ansvaret för de relevanta instrumenten. Samtidigt noterar regeringen att det finns ett behov av samspel "mellan åtgärder för finansiell stabilitet och den ekonomiska politiken i övrigt" och att detta behov "är uppenbart i krishanteringsfasen, men behövs även i det förebyggande arbetet".³ Jansson ansåg att detta var ett viktigt konstaterande eftersom olika finansiella obalanser inte kan hanteras med åtgärder inom bara ett enda politikområde och det krävs en synkronisering mellan olika politikområden för att den samlade ekonomiska politiken ska kunna få en ändamålsenlig och effektiv inriktning. Mot den här bakgrunden får Riksbanken, precis som konstateras i utkastet till penningpolitisk uppföljning, återkomma med en analys av konsekvenserna för penningpolitiken när väl konkreta åtgärder inom detta nya politikområde preciserats.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** framhöll att hon i stort delar de bedömningar som görs i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen både vad gäller utvecklingen i omvärlden och i Sverige. af Jochnicks bedömning var att den nya information som kommit in efter det penningpolitiska mötet i juli huvudsakligen varit i linje med Riksbankens prognos. Hon ansåg därför att det var ganska enkelt för henne att stödja förslaget att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent, i linje med bedömningen i juli, för att KPIF-inflationen ska nå målet på 2 procent under 2015.

af Jochnick konstaterade att sedan det penningpolitiska mötet i juli har statsobligationsräntorna i USA och Europa gått upp. Det beror dels på förväntningar om att den amerikanska centralbankens tillgångsköp kan komma att trappas ned, vilket annonserades redan i maj, och dels på inkommande statistik som talar för fortsatt återhämtning i USA. Tecken på en bättre utveckling i Europa har också bidragit till stigande räntor i bland annat Tyskland och Storbritannien. Tecken på återhämtning har samtidigt bidragit till att aktiekurserna har stigit sedan juli i USA och Europa. Ränteuppgångarna i USA och Europas kärnländer har även medfört utflöde av kapital och växelkursförsvagningar i tillväxtekonomier, med finansiella obalanser som följd. Utvecklingen i tillväxtekonomierna den senaste tiden är en osäkerhetsfaktor som återstår att följa noga för att bedöma eventuella effekter för svensk ekonomi.

Den oroliga utvecklingen i Mellanöstern har på senare tid också skapat osäkerhet och bidragit till ökad volatilitet på de finansiella marknaderna. af Jochnick konstaterade att effekterna på svensk finansmarknad än så länge är begränsade men det finns skäl att fortsätta följa detta noga.

af Jochnick noterade att i USA har inkommande statistik visat på en fortsatt styrka i den amerikanska ekonomin. Bostadsmarknaden fortsätter att förbättras. Hushållens konsumtion växer i god takt, sysselsättningen fortsätter att stiga och arbetslösheten

³ Se "Ett förstärkt ramverk för finansiell stabilitet", Finansdepartementet, sid 2.

sjunker. Det finns dock osäkerhet om den framtida utvecklingen, inte minst vad gäller hanteringen av skuldtaket.

af Jochnick menade att det kanske viktigaste vad gäller euroområdet är att ny statistik visar att BNP har börjat växa igen. Efter att BNP-tillväxten i euroområdet har varit negativ i sex kvartal i rad, uppgick den till 1,1 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet i år, enligt preliminära siffror. I Tyskland, som är av stor betydelse för svensk export, var BNP-tillväxten klart över genomsnittet för euroområdet som helhet. Ny arbetsmarknadsstatistik visar också att arbetslösheten i euroområdet har stabiliserats, om än på en mycket hög nivå. Problemen är förstås inte över och det är därför viktigt att reformarbetet fortgår. Skuldproblemen i såväl privat som offentlig sektor är under hantering men det kommer sannolikt att ta tid innan det syns en starkare återhämtning i tillväxten i Europa. Under sommaren fick både Italien och Frankrike sänkta kreditbetyg på grund av svaga tillväxtutsikter, vilket återspeglar problem i såväl privat som offentlig sektor.

Sammantaget tyckte af Jochnick att den nya informationen från omvärlden visar tecken på en viss styrka i återhämtningen i avancerade ekonomier och att återhämtningen i flera länder i euroområdet har inletts. Däremot är utvecklingen i tillväxtekonomierna något mer dämpad.

af Jochnick noterade att de svenska finansiella marknaderna har följt den internationella utvecklingen och marknadsröntorna och börsen har stigit i Sverige under sommaren. Den svenska kronan har rört sig en del men sammantaget är förändringen liten jämfört med nivån i början på juli. I handelsvägda termer har kronan stärkts något, vilket framför allt beror på en förstärkning gentemot den amerikanska dollarn.

af Jochnick framhöll att vid det penningpolitiska mötet i juli bedömdes utvecklingen av svensk ekonomin vara tudelad. Svenska hushåll har under 2013 blivit alltmer positiva både till sin egen ekonomi och till svensk ekonomi och ökar sin konsumtion. Tillverkningsindustrin har dock haft det kärvat med svag export och låga investeringar. Denna bild har bestått under sommaren men bedömningen är nu att en vändning är på väg också för industrin.

af Jochnick konstaterade att när omvärlden och framförallt euroområdet återhämtar sig så räknar man med att se positiva effekter på svensk export och därmed ökad BNP-tillväxt. Denna bild understöds bland annat av Konjunkturinstitutets förtroendeindikatorer som nu både för hushåll och företag nått nivåer som pekar på en ökad tillväxt mot slutet av detta år. Hennes bedömning var att när tillväxten i omvärlden successivt blir högre så kommer efterfrågan på svensk export att öka. Detta leder till ökade investeringar och minskad arbetslöshet, som i sin tur leder till högre konsumtion.

Hushållens konsumtion spelar en central roll för prognosen för BNP-tillväxten i Sverige. Hushållen har haft en god inkomstutveckling, räntorna är låga och sysselsättningen

utvecklas relativt väl. Sammantaget ger detta en positiv bild som skulle kunna resultera i en något starkare tillväxt än den i bedömningen i utkastet till penningpolitiska uppföljningen. Det finns dock fortsatt anledning att följa hushållens skuldutveckling. Priserna på bostadsrätter i storstadsområdena verkar stiga relativt mycket vilket kan innebära en ännu högre skuldutveckling än vad som just nu registreras.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställde sig bakom beskrivningarna av den ekonomiska utvecklingen, prognoserna och förslaget om oförändrad reporänta i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Skingsley konstaterade att sedan det penningpolitiska mötet i juli har det internationella makroförloppet utvecklats ungefär som Riksbankens prognos i juli. Tittar man särskilt på euroområdet bekräftas Riksbankens prognos om en gradvis ekonomisk återhämtning. Trots osäkerhetsfaktorer såsom Federal Reserves exit-politik, stigande geopolitiska risker i Mellanöstern och marknadsoro i flera tillväxtländer har marknadsprissättningen i euroområdet varit ganska stabil, även i de skuldtyngda länderna. Riksbanken har sedan en tid haft prognosen att omvärldens statsobligationsräntor börjar stiga när konjunkturläget förbättras, och den bilden har materialiserats successivt.

Skingsley tyckte att även om utmaningarna är fortsatt stora i flertalet euroländer, när det gäller att förbättra tillväxtkraften och sänka skuldnivåerna, finns numera en större förutsägbarhet gällande hanteringen. Nedåtriskerna blir något mindre när ECB tydligt utlovar fortsatt stöd i form av sin penningpolitik och de enskilda länderna arbetar med sina anpassningar. Den här arbetsfördelningen bidrar till att reducera den osäkerhet gällande hanteringen av krisen vilket var tydligt under åren 2010 och 2011. Just politiskt beslutsfattande och dess effekter på ekonomiska aktörer är, enligt Skingsley, ett intressant forskningsområde och exempelvis har IMF signalerat att osäkerhet om framtida politik kan fördröja återhämtningen.⁴

Skingsley konstaterade att det preliminära utfallet för svensk BNP-tillväxt under andra kvartalet var något svagare än väntat, men ledande indikatorer bekräftar i gengäld en återhämtning i linje med prognoserna från penningpolitiska rapporten i juli. Den förbättrade utvecklingen på arbetsmarknaden är särskilt intressant, vilket har föranlett en lägre bana för arbetslösheten i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Hon håller det troligt att den inkomna statistiken skulle kunna motivera en ännu starkare prognos för sysselsättningen framöver.

Skingsley konstaterade vidare att sedan förra räntebeskedet har regeringen lämnat viktiga besked gällande det politikområde som kallas finansiell stabilitetspolitik, det vill säga specifika åtgärder med syftet att motverka uppkomsten av finansiella kriser. Skingsley upprepade det hon sa i juli att det är välkommet att skapa en arbetsfördelning

⁴ IMF (2012), World Economic Outlook samt Baker, Bloom och Davis (2013), "Measuring economic policy uncertainty".

på det här området. Hon uppfattade att omvärldsintresset är väldigt stort kring hur Riksbanken i sin penningpolitiska strategi ska inkorporera de åtgärder som kommer att vidtas inom den finansiella stabilitetspolitiken.

Riksbanken kommer, enligt utkastet till penningpolitisk uppföljning, att återkomma till detta. Skingsley ville dock redan vid dagens möte säga att hon ser detta som en naturlig utveckling för Riksbankens arbete. När Riksbanken bedriver penningpolitik måste man ta hänsyn till vad som sker på andra politikområden, såväl konjunkturella som strukturella förändringar. Så kommer det också att bli vad gäller finansiell stabilitetspolitik.

Skingsley konstaterade att i utkastet till penningpolitisk uppföljning är förslaget en oförändrad reporänta på den låga nivån 1 procent. Skingsley resonerade på samma sätt som vid julimötet att ett alternativ är att stödja en ännu lägre reporänta, vilket enligt Riksbankens egna prognoser skulle kunna leda till en snabbare måluppfyllelse inom prognoshorisonten. Men precis som tidigare ansåg Skingsley att man måste väga de förväntade fördelarna med en sänkning idag mot fördelarna med en oförändrad ränta. Det finns flera skäl att lämna reporäntan oförändrad. Först och främst är, enligt Skingsley, konjunkturåterhämtningen ett faktum. Att idag leverera vad som skulle bli en oväntad sänkning skulle förmodligen sprida mer osäkerhet kring Riksbankens arbetssätt vars nackdelar är större än fördelarna. Därutöver är det tydligt att den privata skuldsättningen förblir en riskfaktor som skulle kunna förvärra en framtida lågkonjunktur, särskilt eftersom det kombineras med en hög grad av utländsk marknadsfinansiering av det svenska banksystemet.

Avslutningsvis föreslog Skingsley ett litet tankeexperiment: anta att Riksbanken hade kvar det så kallade toleransintervallet, att inflationen i normala fall ska hållas mellan 1 och 3 procent.⁵ I det fall toleransintervallet hade funnits kvar hade inflationen justerat för ränteförändringar redan varit inom spannet. Skingsley tyckte att måluppfyllelsen på 2 procent är och förblir Riksbankens strävan, och att inflationen går mot 2 procent under 2015 är en tillräckligt väl avvägd penningpolitik eftersom man inte bör ha överdrivna förväntningar på prognosprecisionen längre ut mot prognoshorisonten.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** uppgav att han ställde sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som presenterades i utkastet till penningpolitisk uppföljning, men han förespråkade att reporäntan sänks med 25 punkter vid dagens möte och att räntan sedan hålls kvar på den lägre nivån under första halvåret 2014, för att sedan följa den räntebana som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Flodén konstaterade att även vid det penningpolitiska mötet i juli förespråkade han att räntan skulle sänkas och hållas på en lägre nivå under första halvåret 2014. Eftersom

⁵ Toleransintervallet avskaffades i juni 2010.

räntan inte sänktes i juli skulle man kunna argumentera för att räntan behöver hållas på en lägre nivå in i tredje kvartalet 2014. Att han höll fast vid att räntan kan börja följa huvudscenariots bana från det tredje kvartalet 2014 beror på att de senaste månadernas ekonomiska utveckling har varit relativt gynnsam. I grova drag har utvecklingen varit i linje med Riksbankens prognos från penningpolitiska rapporten i juli. Detta är i sig positivt eftersom ett skäl för en lägre ränta är att penningpolitiken i nuvarande läge måste utformas så att den är robust för utvecklingar som följer andra prognosmakares mer pessimistiska prognoser.

Flodén noterade att sedan i somras är det främst stämningläget i ekonomin som har förbättrats. Flera förtroendeindikatorer ger nu mer optimistiska utslag i såväl Sverige som euroområdet och USA. Även detta är positivt i sig, eftersom stämningläget kan påverka det faktiska konjunkturfallet.

Flodén ville dock betona att stora nedåtrisker kvarstår. I euroområdet kvarstår problemen med svaga offentliga finanser och stor osäkerhet om tillståndet i bankernas balansräkningar. I USA har man ännu inte sett de fulla effekterna av de automatiska nedskärningarna i den offentliga budgeten, och dessutom kvarstår osäkerheten kring skuldtaket som måste höjas under hösten. Till detta kommer att flera tillväxtekonomier nu måste hantera sjunkande tillväxttakter och utflöde av kapital.

Flodén tyckte att även om man bortsåg från de här nedåtriskerna skulle det vara befogat att sänka reporäntan i dag. Detta eftersom prognosen baserad på reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning medför att KPIF-inflationen ligger under två procent under de kommande åren samtidigt som konjunkturläget är svagt, eller åtminstone inte starkare än normalt. En mer expansiv penningpolitik skulle medföra att KPIF-inflationen snabbare återgår till 2 procent och resursutnyttjandet blir mer balanserat.

När även nedåtriskerna beaktas skulle det kunna vara befogat att idag sänka reporäntan med mer än 25 punkter. Skälen för att kraftigt sänka räntan är dock inte tillräckligt tunga för att förespråka en stor avvikelse från den penningpolitik som tidigare har signalerats.

Liksom vid det penningpolitiska mötet i juli menade Flodén att penningpolitiken i princip bör ta hänsyn till hushållens snabba skulduppbyggnad. Men för det första har reporäntan förmodligen små effekter på hushållens skuldkvot, det vill säga skulderna i förhållande till inkomsterna. För det andra medför en sänkt ränta idag att inflationen snabbare rör sig mot målet och att räntan därför inte behöver hållas på en låg nivå lika länge som om räntan lämnas oförändrad idag. Ifall låga räntor medför omotiverat hög tillväxt i hushållens skulder finns det alltså kortsiktiga problem förknippade med att sänka räntan idag, men dessa problem motverkas då åtminstone i viss utsträckning av att räntan kan höjas snabbare på medellång sikt.

Flodén konstaterade att tidpunkten för Riksbankens första höjning av reporäntan har diskuterats en del utanför banken under de senaste månaderna. Han ville därför betona

att den räntebana han förespråkar är nära kopplad till den prognos för den ekonomiska utvecklingen som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Prognosen är naturligtvis förknippad med många osäkerhetsmoment, och utfallet för viktiga variabler som ligger till grund för reporäntebesluten kan bli både bättre och sämre. Om KPIF-inflationen fortfarande är låg i slutet av 2014 samtidigt som inflationsförväntningarna är låga och konjunkturläget är svagt skulle Flodén sannolikt fortsätta att förespråka en låg reporänta. Om räntan lämnas oförändrad idag är ett sådant scenario mer troligt än om räntan sänks.

Flodén konstaterade att sedan det penningpolitiska mötet i juli har regeringen presenterat planer på hur det framtida ramverket för finansiell stabilitet ska se ut, och dessutom indikerat planer på att skärpa bankernas kapitalkrav och höja riskvikterna för bolån. Men prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen bygger på ett antagande om att inga nya åtgärder vidtas för att stärka den finansiella stabiliteten. Han ville därför avslutningsvis resonera kring sin syn på hur penningpolitiken bör påverkas av åtgärder som stärker den finansiella stabiliteten.

Åtgärderna kan ha direkta effekter på den finansiella stabiliteten genom att begränsa särskilt utsatta hushålls, företags eller bankers möjligheter att fatta vissa beslut. Men åtgärderna kan även ha indirekta effekter på den finansiella stabiliteten eller sidoeffekter på ekonomin genom att påverka kostnaden på kapital eller det allmänna efterfrågeläget.

Flodén ansåg att eftersom att han i praktiken inte har låtit oro för hushållens snabba skulduppbyggnad påverka sin syn på hur reporäntan bör sättas idag skulle åtgärder av det första slaget, det vill säga åtgärder som direkt begränsar utsatta hushålls möjligheter att bli eller förbli högt skuldsatta, förmodligen även ha liten effekt på hans val av reporänta och räntebana. Däremot skulle åtgärder som medför att de genomsnittliga utlåningsräntorna ökar eller att det allmänna efterfrågeläget försvagas motivera att reporäntan sänks. En sådan ränterespons skulle ha avsikten att motverka tillsynsåtgärdens effekter på den sammantagna konjunkturutvecklingen. Tillsynsåtgärden skulle ändå kunna påverka den finansiella stabiliteten, till exempel genom att ändra nivån på hushållens bolåneräntor i förhållande till företagens låneräntor.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han delade synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Han ställde sig också bakom förslaget att behålla reporäntan oförändrad och den räntebana som ligger till grund för prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Ingves konstaterade att det är små förändringar i förhållande till prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Om något ser det lite bättre ut. Barometern närmar sig normala nivåer, hushållen ser allt mer positivt på framtiden och varslen är låga, men samtidigt kommer återhämtningen ta tid.

Återhämtningen fortsätter i omvärlden ungefär som Riksbanken prognosticerade i juli om man ser till den sammantagna bilden. Men när man studerar olika delar av världsekonomin har den varit något bättre än väntat på vissa håll och något sämre än väntat på andra. Världsekonomin balanseras om. I euroområdet finns nu vissa ljusglimtar med starkare tecken på en stabilisering. BNP-data och olika förtroendeindikatorer utgör tecken på att konjunkturen börjar förbättras. Flera länder har också kommit en bit på vägen när det gäller anpassningen av kostnadsläget och kreditvillkoren har blivit något mindre strama. Men flera risker kvarstår i Europa. Den höga skuldsättningen i både privat och offentlig sektor gör att flera länder fortfarande är sårbara. Ingves påpekade att det därför är viktigt att anpassnings- och reformprocessen fortsätter. Han konstaterade att många banker handlas på börsen långt under bokfört värde, ett tecken på att en hel del återstår innan transmissionsmekanismen och räntesättningen inom EMU normaliserats.

I USA fortsätter återhämtningen ungefär i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Bostadsmarknaden återhämtar sig. Det bidrar tillsammans med minskad arbetslöshet och mindre strama kreditvillkor till en återhämtning i hushållens konsumtion. Balansräkningsanpassningen har också vid det här läget pågått en längre tid.

I flera tillväxtländer har BNP-tillväxten bromsat in. Växelkursen har försvagats, särskilt markant i länder med stora bytesbalansunderskott och/eller stora kortfristiga skulder i utländsk valuta. Växelkursförsvagnigen i tillväxtländerna förefaller i hög grad vara relaterat till ränteuppgångar i USA och Europas kärnländer. Tillgångsmarknaderna i länder med stora kapitalinflöden tycks vara mer känsliga för ränteutvecklingen i stora valutaområden och globala finansiella cykler, enligt ny forskning.⁶

Men sammantaget bedöms BNP-utvecklingen i den KIX-vägda omvärlden, som är av störst vikt för svensk ekonomi, bli i linje med Riksbankens prognos i den penningpolitiska rapporten i juli. I huvudscenariot bidrar en fortsatt återhämtning i omvärlden till gradvis förbättrade utsikter för den svenska ekonomin. Under 2014 bedöms BNP-tillväxten ta fart. Då bedöms även arbetsmarknaden förbättras: sysselsättningsgraden ökar och arbetslösheten minskar. Ingves ansåg att det är glädjande att arbetslösheten är lägre än väntat och att prognosen justerats ned. Samtidigt är det värt att notera att varslen nu är låga. Inflationen är fortfarande låg. KPIF-inflationen väntas ligga kvar på 1 procent i år men sen bidrar stigande importpriser och arbetskostnader och konjunkturförstärkningen till att den når 2 procent under 2015.

Ingves menade att detta förutsätter en fortsatt expansiv penningpolitik. Reporäntan ligger kvar på 1 procent under ungefär ett år i prognosen. Det är dock svårt att veta exakt när räntan kommer att behöva höjas. Men i takt med att konjunkturen stärks i omvärlden och i Sverige minskar gradvis behovet av penningpolitisk stimulans. Det är rimligt att anta

⁶ H elene Rey, "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", uppsats presenterad vid konferens i Jackson Hole, 24 augusti 2013, Federal Reserve Bank of Kansas City.

att reporäntan långsamt börjar höjas under andra halvåret 2014. Mot slutet av 2016 räknar Riksbanken med att reporäntan når cirka 2,8 procent. Det finns ingen grund för att ha en annan bana än vid förra mötet. Samtidigt finns det skäl att återkomma till frågan om framtida jämviktsränta längre fram. Det är inte säkert att allt återgår till gamla mönster.

Ingves påpekade att det finns risker kvar i den internationella ekonomin och att det dröjer innan situationen normaliserats. Det gäller inte bara de risker relaterade till euroområdet som beskrevs i den penningpolitiska rapporten i juli, där dock risken för bakslag kan ha minskat något. Fortsatta problem i tillväxtländer med obalanser kan också få betydelse för den svenska ekonomin, även om det idag är svårt att sätta en sannolikhet och kvantifiera effekten av denna risk. En annan risk är att den geopolitiska oron kring Mellanöstern leder till högre oljepriser än vad antas i prognosen. Det skulle sannolikt pressa upp inflationen under en period, men sådana episoder brukar inte vara varaktiga.

§3. Diskussion

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde diskussionen med att framhålla att hon vid flera möten det senaste året tagit upp riskerna med hushållens skuldsättning och bristen på åtgärder för att motverka en ökad skulduppbyggnad. Hon ville därför kommentera regeringens beslut om att ge makrotillsynsverktyg till Finansinspektionen och inrätta ett Stabilitetsråd. af Jochnick ansåg att det var ett välkommet beslut att utforma ett tydligt mandat för makrotillsynen i Sverige och utse en myndighet att handha verktygen. Det Europeiska Systemriskrådet utformade i januari 2012 en rekommendation till alla EU länder att utforma makrotillsyn på nationell nivå. Rådet har under sommaren 2013 publicerat rekommendationer om de verktyg som en makrotillsynsmyndighet kan använda sig av för att begränsa riskuppbyggnad. Många länder har kommit en bra bit på väg och det är viktigt att Sverige, med en stor banksektor och höga hushållsskulder, snabbt kan få verktyg och beslutsformer på plats.

En central fråga är givetvis om Riksbanken kan bortse från hushållens skuldsättning i penningpolitiken när Finansinspektionen fått makrotillsynsverktygen på plats. I dagsläget är det, enligt af Jochnick, inte möjligt. Riksbanken kan inte bortse ifrån att hushållens höga skuldsättning innebär risker. Skälen till detta har redovisats i olika sammanhang men senast i den penningpolitiska rapporten i juli.

Men hur blir det framöver? af Jochnick ansåg att det finns en klar koppling mellan makrotillsyn, mikrotillsyn och penningpolitiken. Makrotillsynen ska tidigt identifiera potentiella systemrisker och vidta åtgärder i syfte att motverka att finansiella obalanser byggs upp. Detta är förstås en komplex materia, där olika delar påverkar varandra. Studier visar att makrotillsynsverktygen kan ha effekt på såväl kredittillväxt och huspris som utvecklingen i den reala ekonomin i form av BNP-tillväxt.

Finansiella obalanser byggs ofta upp under lång tid och erfarenheter visar att företag och myndigheter ofta alltför sent identifierat stora obalanser. Det har då inte varit möjligt att förhindra en finansiell kris med stora störningar för hushåll, företag och banker som i förlängningen lett till svag BNP-tillväxt och hög arbetslöshet under en längre period.

Riksbanken har ett ansvar för betalningssystemet och den finansiella stabiliteten. Detta ansvar innebär att Riksbanken bör fortsätta att utveckla sin analys av sambandet mellan risker i det finansiella systemet och utvecklingen i den reala sektorn, det vill säga företag och hushåll. Riksbanken kan bara bedriva en bra penningpolitik och nå inflationsmålet på två procent om Riksbanken aktivt bidrar till analysen av risker i det finansiella systemet och diskuterar hur dessa kan begränsas.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade Skingsleys resonemang kring att dagens KPIF-inflation ändå ligger inom det toleransintervall som gällde innan det togs bort i juni 2010, ett beslut som hon var med om att fatta. Toleransintervallet hade sedan lång tid inte spelat någon roll för de penningpolitiska besluten. Utgångspunkten för besluten var som nu att uppnå en inflation på två procent i genomsnitt på lång sikt. Huruvida den temporärt låg innanför eller utanför intervallet påverkade inte besluten. I och med att Riksbanken började publicera fullödiga prognoser i samband med de penningpolitiska besluten framgick det hur besluten skulle bidra till att stabilisera inflationen kring inflationsmålet.

Vid beslutstillfället uppfattade direktionens ledamöter det som helt okontroversiellt att ta bort toleransintervallet. Men de underskattade nog den betydelse som omvärlden lade vid denna åtgärd och var kanske inte så tydliga som de borde ha varit i kommunikationen kring beslutet.

När det gäller sakfrågan om hur stort problem det är att KPIF-inflationen ligger klart under två procent men ändå över en procent, som var nedre gränsen i det tidigare toleransintervallet, ansåg Ekholm att det är ett problem man inte ska ta lätt på i den situation som vi befinner oss i idag. Om det vore så att den genomsnittliga inflationen i det långa perspektivet hade varit två procent hade det varit mindre av ett problem. Men eftersom den genomsnittliga inflationen i dagsläget ligger tydligt under målet är det, enligt Ekholm, problematiskt att lägga en prognos där KPIF-inflationen förväntas bli under två procent under de närmaste åren. Mot den bakgrunden förespråkade Ekholm en mer expansiv penningpolitik, som för KPIF-inflationen snabbare mot två procent. Det handlar om att värna om inflationsmålets trovärdighet.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** kommenterade Karolina Ekholms inlägg om det avskaffade toleransintervallet. Skingsley hade förståelse för argumentet att toleransintervallet utifrån Riksbankens perspektiv inte hade haft någon praktisk betydelse för utformningen av penningpolitiken. Hon argumenterade inte heller för ett återinförande av ett toleransintervall. Fördelen med toleransintervallet var emellertid att

det var en pedagogisk påminnelse om att det är svårt att styra inflationen med alltför stor precision. Skingsley citerade i detta sammanhang Stefan Ingves från när toleransintervallet slopades: "Idag finns en stor förståelse för att penningpolitik bedrivs under osäkerhet och att inflationen tidvis kan hamna en bit från målet."⁷ I beslutsunderlaget nämns vidare: "Det inträffar då och då oförutsedda händelser som gör att inflationen hamnar relativt långt ifrån målet, inte sällan mer än en procentenhet. Avvikelser från inflationsmålet kan också vara en del av en medveten strategi från Riksbankens sida."⁸

Skingsley ansåg att penningpolitikens precisionsförmåga inte ska överdrivas och ville med sitt resonemang om toleransintervallet påminna om att det synsättet har också Riksbanken uttryckt. Med tanke på de osäkerheter som alltid föreligger i prognoser, särskilt på längre sikt, hade hon svårt att förstå resonemanget att en reporänta på 1,0 procent i dagsläget skulle vara för hög medan en reporänta på 0,5 eller 0,75 procent skulle vara optimal.

Skingsley konstaterade att inflationen legat under målet en längre tid och hade förståelse för de som av detta skäl argumenterade för en lägre reporäntebana. Skingsley ansåg dock att så länge inflationsförväntningarna är väl förankrade kan man avvika från målet en tid, om det finns skäl för detta. Ett skäl till att inte ytterligare sänka reporäntan är just riskerna kring hushållens skuldsättning.

Skingsley kommenterade sedan Karolina Ekholms inlägg om att Bank of England verkar ta större hänsyn till arbetslösheten vid utformningen av penningpolitiken än Riksbanken gör. Skingsley framhöll att Bank of England hade villkorat penningpolitiken inte bara på utvecklingen av arbetslösheten utan även på sina inflationsprognoser, inflationsförväntningarna och utsikterna vad gäller finansiell stabilitet. Det finns således flera faktorer som kan påverka Bank of Englands förhållningssätt. Bank of Englands nya kommunikation har fördelar men det är inte skrivet i sten vad de gör framöver.

Avslutningsvis kommenterade Skingsley den finansiella stabilitetspolitiken. De nya verktygen kommer kunna ha effekter på den finansiella stabiliteten i stort, men även på utbud och efterfrågan i den reala ekonomin. Det kan handla om strukturella förändringar respektive konjunkturella förändringar.

Beroende på vilka åtgärderna är, hur de implementeras och när de implementeras så kan penningpolitiken behöva ta hänsyn till detta. Om efterfrågan exempelvis skulle dämpas till följd av åtgärder som syftar till att stärka den finansiella stabiliteten ska Riksbanken, enligt hennes mening, ta hänsyn till detta i utformningen av penningpolitiken på samma sätt som Riksbanken redan idag tar hänsyn till vad som görs inom andra politikområden.

⁷ Pressmeddelande från Sveriges riksbank, 2010-06-03. <http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Pressmeddelanden/2010/Penningpolitiken-i-Sverige/>

⁸ PM Beslutsunderlag 2010-05-31.

Idealet, enligt Skingsley, vore att hushållens skuldsättning kan hanteras på ett sådant sätt så att det i framtiden inte behöver vara den stora faktor för penningpolitiken som den har varit under en följd av år.

Vice riksbankschef **Per Jansson** ville kommentera två saker som redan berörts. För det första, frågan om beroendet mellan olika politikområden. Jansson ansåg att regeringen är ganska tydlig med att flera politikområden har ett ansvar när det gäller att hantera risker med finansiella obalanser. I Sveriges fall handlar det just nu förstås främst om riskerna med hushållens höga skulder. Janssons uppfattning var att frågeställningen om behovet av demokratisk insyn och kontroll mer handlar om beslutanderätten över vissa instrument än om vad man egentligen försöker uppnå inom sitt politikområde. Jansson höll inte med dem som ansåg att riskerna förknippade med hushållens skulder principiellt inte skulle vara en sak som bör beaktas i penningpolitiken. Riksbanken bör ju inte bara sträva efter makrostabilitet i det korta perspektivet utan givetvis också försöka trygga att utvecklingen är hållbar mer långsiktigt. Jansson ansåg att man måste skilja på huruvida penningpolitiken i princip ska försöka ta hänsyn till den här typen av risker och hur allvarliga riskerna i själva verket är. Det är naturligtvis fullt möjligt att man kan komma fram till att riskerna inte är så allvarliga och att man därför inte ser något skäl till att försöka motverka dem. Men poängen är att detta är två olika frågeställningar som man måste skilja på.

För det andra, frågan om toleransintervallet, som både Skingsley och Ekholm talat om. Jansson ansåg att Ekholm hade gjort en bra sammanfattning av hur resonemangen gick i samband med att toleransintervallet formellt avskaffades. Men sett så här i efterhand kan man ändå konstatera att avskaffandet av intervallet fått vissa olyckliga konsekvenser. Dessa ska inte överdrivas men det förefaller ändå vara så att det tyvärr förstärkt intrycket av att Riksbanken med penningpolitiken kan finjustera den ekonomiska utvecklingen och inflationen. Mot bakgrund av Ekholms kommentar om den genomsnittliga inflationen ville Jansson framföra att Riksbanken faktiskt haft en ganska god målpuppfyllelse i det längre perspektivet – KPIF-inflationen har i genomsnitt bara blivit ett par tiondelar lägre än målet. Det är, enligt Jansson, ett godkänt resultat, vilket han också utvecklat i ett antal tal. Diskussionen avser alltså snarare inflationsutfallet under senare tid, då målavvikelsen förstås varit större, och Riksbankens möjligheter att åstadkomma ett bättre utfall genom att sänka räntan med 0,25 eller 0,5 procentenheter och kanske kommunicera en något lägre räntebana framöver.

Riksbankschef **Stefan Ingves** framhöll att Riksbanken har bedrivit penningpolitik med vad som idag kanske kan kallas för en variant av "forward guidance" sedan 2007 då Riksbanken införde en prognos för reporäntebanan i den penningpolitiska rapporten. Riksbanken har sedan länge publicerat prognoser för arbetslöshet och andra variabler relaterade till arbetsmarknad och resursutnyttjande. Förutom att stabilisera inflationen strävar Riksbanken efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt

hållbara utvecklingsbanor samtidigt som den finansiella stabiliteten bevaras. Man ska inte ha en övertro på penningpolitikens möjligheter att finkalibrera alla ekonomiska variabler. Exempelvis kan Riksbanken inte åtgärda de strukturella problemen på arbetsmarknaden. Varseltalen är nu lika låga som under en högkonjunktur samtidigt som arbetslösheten är relativt hög. Den genomsnittliga rekryteringstiden i privat sektor är fortfarande på en hög nivå, även om den minskade under andra kvartalet.⁹ Det är rimligt att använda sig av det breda intervall för den långsiktiga arbetslösheten som Riksbanken annonserade förra året.¹⁰

Riksbanken behöver fortsätta analysen av hur jämviktsantaganden kan ha ändrats efter den långa period med stabil makroutveckling och låg inflation, som ofta benämns "the Great Moderation", som avbröts av den globala finansiella krisen. Efter krisen har realekonomin varit volatil. Det är nu betydligt svårare att använda tankeramar, modeller och data från före krisen för att förutsäga utvecklingen framöver. Det är ett viktigt arbete att förnya analysen mot denna bakgrund.

En annan relaterad fråga är vilken roll regeringens besked om makrotillsynen kan komma att spela för penningpolitiken. Att ansvaret för makrotillsynen tydliggjorts är viktigt men Riksbanken behöver fortsätta att följa utvecklingen för olika riskindikatorer, till exempel hushållens bolån. Hushållens höga skuldsättning innebär fortfarande risker och kommer sannolikt att utgöra en risk en lång tid framöver. Månadsdata tyder på att utlåningen ökar. Det kan Riksbanken inte bortse ifrån. Vad kombinationen ränta och makrotillsynsåtgärder kan åstadkomma är en framtida fråga när det finns mer information om vilka kombinationer av åtgärder som genomförs och hur de påverkar skuldsättningen.

Till sist kommenterade Ingves den svenska växelkursen. Den har utvecklats något starkare än väntat, mätt med KIX, sedan den penningpolitiska rapporten i juli. Det är en styrka för Sverige att växelkursen varit rätt så stabil under en period med stora växelkursrörelser i omvärlden. Utvecklingen i flera tillväxtländer utgör en tydlig kontrast till denna stabilitet. Sannolikt handlar det om att den svenska ekonomin har starkare fundamenta, till exempel i termer av bytesbalans och nettoställning mot utlandet. Det skulle i sig kunna tala för en starkare krona framöver. Men å andra sidan är det inte orimligt att räkna med att om återhämtningen fortsätter som väntat i de stora valutaområdena så minskar något av den "flight to quality" som gynnat den svenska kronan. Det talar för en utveckling åt andra hållet. Krafterna drar således åt olika håll. Ingves ansåg att sammantaget är växelkursprognosen rimlig. Riksbanken räknar med en marginell förstärkning av kronan framöver.

⁹ Se Konjunkturinstitutets rapport "Konjunkturläget", augusti 2013.

¹⁰ I den penningpolitiska rapporten i juli 2012 uppgavs att den långsiktiga arbetslösheten ligger inom intervallet 5-7,5 procent.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** återkom till frågan om makrotillsyn och det nya ramverk som regeringen har presenterat. Flodén påpekade att i hans tidigare inlägg så antydde han att ytterligare åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten skulle ha haft liten effekt på hans syn på hur reporäntan bör sättas idag. Men Flodén ville poängtera att dessa frågor är viktiga och att han välkomnade både det nya ramverket och åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten.

Det är bra att en myndighet får ett tydligt ensamt ansvar att fatta beslut om tillsynsåtgärder, samtidigt som flera myndigheter får en roll i arbetet med makrotillsyn via det nya stabilitetsrådet. Att identifiera och analysera faktorer som kan ge upphov till makrofinansiella risker är och kommer att förbli en viktig del av Riksbankens arbete. Riksbanken behöver denna analys dels eftersom penningpolitiken kan bidra till att obalanser uppstår, dels eftersom inflationsutvecklingen och den lämpliga penningpolitiken påverkas av ekonomiska utvecklingar som inte visar sig vara hållbara.

Ytterligare åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten skulle alltså inte förändra Flodéns syn på vilken penningpolitik som är lämplig idag. Men sådana åtgärder är ändå viktiga för penningpolitiken eftersom de kan reducera risker och osäkerhetsfaktorer. Penningpolitiken blir enklare att bedriva om den finansiella stabiliteten är god.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade Skingsleys tidigare inlägg där hon framhöll att det inte är ett problem att inflationen avviker från målet även under en längre period så länge som förtroendet för inflationsmålet är högt, vilket det tycks vara eftersom de långsiktiga inflationsförväntningarna fortfarande ligger nära två procent. Jansson och Ingves verkar vara inne på samma linje när de argumenterar mot en finkalibrering av penningpolitiken. Ekholm framhöll att i likhet med vad hon sa vid det förra penningpolitiska mötet tror hon att det kan finnas betydande kostnader förknippade med att avvika från inflationsmålet nedåt en längre tid oberoende av om inflationsförväntningarna glider ner eller om de förblir förankrade. Om de glider ner blir det svårt att få upp inflationen mot målet. Om de förblir förankrade vid två procent så kan kostnaden i termer av arbetslöshet för att inte nå upp till två procents inflation bli höga, något som Lars E.O. Svensson pekat på i sina analyser av den långsiktiga inflationstakten.

Ekholm höll med om att skillnaden mellan att förespråka en reporänta på 0,75 procent och en reporänta på en procent kan tyckas vara liten. Hon ansåg dock att det är viktigt att använda räntan mer aktivt för att få upp inflationen snabbare mot målet. Inflationsmålet på två procent är det mål Riksbanken har och reporäntan det verktyg den har för penningpolitiken. Då bör reporäntan användas så gott det går för att uppnå målet.

Avslutningsvis kommenterade Ekholm hur förslaget om ett ramverk för att förstärka den finansiella stabiliteten kan komma att påverka underlagen för de penningpolitiska besluten och hur hon ser på eventuella åtgärder inom makrotillsynen. Ekholm höll med Skingsley om att det är naturligt att Riksbanken framöver kommer att ta in vad som

väntas ske inom finansiell stabilitetspolitik på samma sätt som Riksbanken idag tar in vad som väntas ske inom andra politikområden i prognoserna. I likhet med Flodén välkomnade Ekholm att det vidtas ytterligare åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten, inklusive sådana som dämpar utvecklingen när det gäller hushållens skulder. Ekholms skäl för att inte beakta hushållens skuldsättning i de penningpolitiska besluten botten i uppfattningen att penningpolitiken inte kan göra så mycket för att påverka den, inte i övertygelsen att den är riskfri. Ekholm skulle välkomna att det vidtogs åtgärder som har en mer direkt dämpande effekt på hushållens skuldsättning eftersom det skulle innebära reducerade risker.

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 juli. Det är positivt för svensk ekonomi att det nu finns tecken på att en förbättring inletts i euroområdet, samtidigt som återhämtningen fortsätter i USA. Direktionen konstaterade samtidigt att utvecklingen i omvärlden är ojämn. BNP-tillväxten i Sverige var svag andra kvartalet men indikatorer pekar på att en ljusning är i sikte. Förtroendeindikatorer har stigit och läget på arbetsmarknaden har blivit lite bättre än förväntat. Nästa år väntas konjunkturen ta bättre fart och då förbättras även arbetsmarknaden mer märkbart. Inflationen har varit låg under en längre tid, men när konjunkturen stärks bedöms kostnader och priser stiga snabbare. Därmed ökar KPIF-inflationen till 2 procent under 2015. Räntehöjningar innebär att inflationen mätt med KPI blir högre än KPIF-inflationen från slutet av nästa år och uppgår till 2,8 procent i slutet av prognosperioden. Svenska hushåll är högt skuldsatta, i både ett historiskt och internationellt perspektiv, vilket gör ekonomin sårbar för störningar. Det är därför bra att regeringen kommit med förslag på ett ramverk för makrotillsynen.

Mot bakgrund av den låga inflationen var direktionen enig om att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv. En majoritet på fyra ledamöter bedömde att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent till slutet av 2014. Då väntas konjunkturen mer tydligt ta fart och inflationen ha stigit en tid. Majoriteten ansåg att en oförändrad räntebana jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli var rimlig eftersom ny information sedan dess i stort sett varit i linje med förväntan. De noterade att en lägre räntebana visserligen skulle kunna leda till att inflationen når målet lite tidigare men den skulle samtidigt kunna öka skuldsättningen och därmed riskerna för den ekonomiska utvecklingen mer långsiktigt. Majoriteten ansåg att den aktuella reporäntebanan stimulerar den ekonomiska utvecklingen och bidrar till att inflationen stiger mot 2 procent samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är 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 denna nivå 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.

På mötet diskuterades också regeringens förslag om hur makrotillsynen ska bedrivas och hur det kan komma att påverka penningpolitiken. Direktionen konstaterade att Riksbanken kommer att behöva ta hänsyn till makrotillsynen i utformningen av penningpolitiken men att man behöver återkomma till detta när konkreta åtgärder preciserats.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 5 september 2013 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,00 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 11 september 2013,
- att torsdagen den 5 september 2013 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 18 september kl. 9.30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. 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 uppföljningen. 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 uppföljningen. 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

Stefan Ingves

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

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