



# Penningpolitiskt protokoll

OKTOBER 2013



# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 23 oktober beslutade Riksbankens direktion att låta reporäntan ligga kvar på 1,0 procent och justera ned reporäntebanan marginellt.*

Vid mötet konstaterades att den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden sedan en tid varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser. BNP-tillväxten i Sverige var svagare än förväntat första halvåret men väntas ta fart mer påtagligt nästa år, mot bakgrund av såväl en förbättrad omvärldskonjunktur som en starkare inhemsk efterfrågan. Arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras och nästa år väntas en mer påtaglig uppgång i sysselsättningen.

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. Skuldsättningen hos svenska hushåll fortsätter att vara hög, både i ett historiskt och internationellt perspektiv, vilket gör ekonomin sårbar för störningar.

Förutsättningarna för en konjunkturuppgång bedöms som goda men det finns också orosmoln, till exempel budgetproblematiken i USA, effekten av en normalisering av den amerikanska penningpolitiken på resten av världen och hanteringen av problemen inom banksektorn i euroområdet.

Mot bakgrund av den låga inflationen och för att stödja konjunkturuppgången var direktionen enig om att penningpolitiken behövde 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 ha tagit fart och inflationen stiga, varpå räntan kan börja höjas mot en mer normal nivå. En räntesänkning nu skulle visserligen kunna föra inflationen något snabbare tillbaka till 2 procent men skulle också kunna öka de makroekonomiska riskerna med hushållens höga skuldsättning. En majoritet ansåg att en oförändrad reporänta det närmaste året var en lämplig avvägning mellan behovet av kortsiktig stimulans för att inflationen ska stiga mot målet och ett hänsynstagande till de risker som hänger samman med hushållens skuldsättning.

Två ledamöter förordade en sänkning av räntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent för att föra inflationen snabbare till målet. Dessa ledamöter bedömde att en sådan räntesänkning skulle ha liten effekt på risker som hänger samman med hushållens skuldsättning. De förespråkade sedan något olika höjningstakter.

Samtliga ledamöter var överens om att när väl åtgärder vidtagits inom makrotillsynen kommer förutsättningarna för penningpolitiken att påverkas. Det finns dock lite olika syn på i vilken mån makrotillsynsåtgärder redan kommit på plats och hur omfattande de till slut kommer att bli.

På mötet diskuterades också räntedifferensen mellan den svenska reporäntan och omvärldens styrräntor, realräntan och vilken typ av underlag man behöver för en bra analys av skuldsättningen. En diskussion om räntebanans koppling till ny information föranleddes av att

två ledamöter argumenterade för att räntebanan inte nödvändigtvis skulle behöva ändras även om ekonomin skulle utveckla sig bättre än i huvudscenariot.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 5

DATUM: 2013-10-23

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

Johan Gernandt, fullmäktiges  
ordförande

Meredith Beechey Österholm  
Carl-Johan Belfrage  
Claes Berg  
Charlotta Edler  
Mattias Erlandsson  
Frida Fallan  
Eric Frieberg  
Kerstin Hallsten  
Mia Holmfeldt (§ 1)  
Ann-Christine Högberg  
Violeta Juks  
Lisa Marklund (§ 1)  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Jonas Niemeyer  
Christina Nyman  
Ulf Söderström  
David Vestin  
Anders Vredin  
Fredrik Wallin (§ 1)

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Violeta Juks 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. Sedan i september har utvecklingen på de finansiella marknaderna präglats av utvecklingen av den ekonomiska politiken i USA, både den amerikanska centralbanken Federal Reserves avvaktan med nedtrappningen av sina obligationsköp och problematiken runt statsbudgeten och skuldtaket. Marknadsaktörerna förväntar sig nu att nedtrappningen kommer att påbörjas först i slutet av första kvartalet 2014 eller början på andra kvartalet 2014. Den nya synen på Federal Reserves agerande har fått statsobligationsräntorna med längre löptid att falla och nu ligger de på samma nivåer som i slutet av sommaren. I Sverige har längre marknadsräntor till stor del följt den internationella utvecklingen. Förväntningar på fortsatt penningpolitisk stimulans från Federal Reserve både under hösten och början på nästa år har bidragit till stigande aktiekurser i såväl USA, som i euroområdet och i Sverige. Den amerikanska dollarn har försvagats markant medan den svenska kronkursen är oförändrad i handelsviktade termer sedan i september. Enligt såväl marknadsprissättning som enkätsvar väntas reporäntan lämnas oförändrad vid dagens möte. En första räntehöjning från dagens nivå väntas ske i slutet av 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, och de svenska bankernas finansieringssituation.

Marianne Nessén från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport 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 3, 8, 9 och 15 oktober. På ett möte med direktionen den 18 oktober bordlades texten i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden har sedan en tid varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser. BNP-tillväxten i Sverige var svagare än förväntat första halvåret men väntas ta fart mer påtagligt nästa år, mot bakgrund av såväl en förbättrad omvärldskonjunktur som en starkare inhemsk efterfrågan. Bilden från indikatorerna är blandad. En starkare BNP-tillväxt stöds av Konjunkturbarometern, Riksbankens företagsintervjuer och inköpschefsindex. Samtidigt har varuexporten fortsatt att utvecklas svagt enligt utrikeshandelsstatistiken medan orderstocken och orderingången fortfarande är lägre än normalt enligt Konjunkturbarometern. Arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras, med en positiv utveckling för både sysselsättning och arbetslöshet under tredje kvartalet. Nästa år väntas en mer påtaglig uppgång i sysselsättningen.

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. Skuldsättningen hos svenska hushåll fortsätter att vara hög, både i ett historiskt och internationellt perspektiv, vilket gör ekonomin sårbar för störningar. Det finns fortfarande risker för återhämtningen, som till exempel budgetproblematiken i USA, effekter på övriga delar av världen av en påbörjad normalisering av den amerikanska penningpolitiken och problemen inom banksektorn i euroområdet.

Mot bakgrund av den låga inflationen och för att stödja konjunkturuppgången behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan ligger kvar på 1 procent till slutet av 2014. Då väntas konjunkturen mer tydligt ha tagit fart och inflationen stiga, varpå räntan kan börja höjas mot en mer normal nivå. Reporäntebanan är marginellt nedreviderad på lite längre sikt jämfört med den i september på grund av något svagare omvärldsutsikter.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att det under merparten av detta år har varit små revideringar av utsikterna för svensk ekonomi. Värt att notera denna gång är en viss nedrevidering av den globala BNP-tillväxten 2014 och 2015 samt nedrevideringar av både inflationen och arbetslösheten i Sverige baserat på utfall. På marginalen tyckte hon att återhämtningen i världsekonomin ser ut att gå lite trögare än vad som legat i tidigare prognoser, inte minst på grund av osäkerheten kring amerikansk finans- och penningpolitik, men hon såg ingen anledning att tro annat än att återhämtningen ändå fortsätter.

Ekholm ställde sig bakom den bild av utvecklingen i omvärlden och svensk ekonomi som tecknas i utkastet till penningpolitisk rapport. Men, som tidigare, tyckte hon att det behövs en lägre reporänta i ljuset av att inflationen fortfarande är långt under målet och enligt prognosen förväntas förbli det tills någon gång 2015 samtidigt som resursutnyttjandet är lågt. Prognosen för när resursutnyttjandet blir normalt beror på val av indikator, men det handlar om tidigast i början av 2015 utifrån BNP-gapet och förmodligen inte förrän mot slutet av prognoshorisonten utifrån arbetslösheten. Enligt Ekholm väntas en sänkning av reporäntan till 0,75 procent ge en bättre makroekonomisk utveckling under prognoshorisonten, vilket också visas av analysen av alternativa räntebananor i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport.

Hon fortsatte med att förklara att hon tvivlar på att den föreslagna räntebanan är förenlig med den föreslagna växelkursprognosen. Huvudscenariot innebär att dagens positiva ränteskillnad på cirka 0,8 procentenheter gentemot den KIX-viktade styrräntan i omvärlden kommer att öka och bli mer än dubbelt så hög, kring 1,7 procentenheter, mot slutet av prognosperioden. En sådan varaktig och ökande ränteskillnad mot omvärlden skulle vara mycket ovanlig i ett historiskt perspektiv. Detta väntas nu ske utan någon väsentlig förstärkning av kronkursen, enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Samtidigt har det framgått av de underlag som direktionen fått att de

förväntningar som man kan utläsa av prissättningen på marknaden ser helt annorlunda ut. Där handlar det om en oförändrad ränteskillnad under prognosperioden. Frågan man måste ställa sig är hur man tror att marknadsaktörerna reagerar när de upptäcker att ränteskillnaden successivt vidgas. Ekholm tror att de reagerar med att öka efterfrågan på tillgångar i svenska kronor och att de därmed bidrar till en kronförstärkning. Hur mycket och hur snabbt detta skulle ske är mycket svårt att bedöma. Det har gjorts en del simuleringar med modellen Ramses som genererar ganska olika resultat beroende på vad man antar om aktörernas förväntningsbildning. Så här i efterhand tyckte hon att det hade varit mer intressant att rapportera dessa simuleringar i kapitel 2 än de alternativa scenarier för omvärldsutvecklingen som nu finns där. Det hade gett omvärlden mer relevant information om hur direktionens beslutsunderlag egentligen har sett ut, vilket är någonting att tänka på inför nästa penningpolitiska rapport.

Hennes slutsats blev att förordna en snarlik räntebana som vid det förra penningpolitiska mötet, fast något förskjutet. Hon förordade en sänkning till 0,75 procent nu och en bana där reporäntan förblir 0,75 procent till och med tredje kvartalet 2014 för att sedan stiga till strax under 2,5 procent i slutet av prognosperioden. Sänkningen i närtid syftar till att få upp inflationen mot målet och ned arbetslösheten snabbare, medan den långsammare höjningen av räntebanan syftar till att hålla nere räntedifferensen gentemot omvärlden. Därigenom ansåg hon att hennes förslag till räntebana är mer konsistent med liggande växelkursprognos än den föreslagna reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport.

Av skrivningarna i utkastet till penningpolitisk rapport framgår att skälet till att inte sänka räntan är bedömningen att en lägre reporänta leder till att hushållens skuldsättning ökar snabbare. Att hålla reporäntan oförändrad ska hålla tillbaka skuldökningstakten och därigenom minska riskerna för stora svängningar i inflation och resursutnyttjande i framtiden. Ekholm noterade att det fortfarande inte var preciserat vad denna bedömning bygger på för samband och hur man väger risken för ett negativt scenario längre fram i tiden mot en sämre makroekonomisk utveckling den närmaste tiden och ett eventuellt försvagat förtroende för inflationsmålet. Hon tyckte att man behöver precisera hur man tror att reporäntan påverkar hushållens skuldsättning och hur denna skuldsättning sedan 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.

Man behöver enligt Ekholm också förhålla sig till att många av hushållens beslut förmodligen har fattats utifrån felaktiga förväntningar om hur reala värden kommer att utvecklas när inflationen förblir under målet en lång tid. Det är inte bara hushållens kanske orealistiska förväntningar på vad boräntan kommer att vara i framtiden som skapar risker, utan också deras kanske orealistiska förväntningar om hur mycket det reala



värdet på deras skulder kommer att minska när vad de tror ska vara 2 procents inflation visar sig bli väsentligt lägre.

Ekholm tyckte att ett grundläggande problem med hur penningpolitiken utformats under senare tid är att den har blivit mindre förutsägbar, det vill säga att den inte ger någon tydlig vägledning om hur förändringar i utsikterna för svensk ekonomi kan förväntas påverka de penningpolitiska besluten. För henne är räntebanans huvudsakliga funktion att ge omvärlden information om hur de penningpolitiska besluten påverkas av förändringar i de ekonomiska utsikterna. Därför anser hon att det är viktigt att det finns ett tydligt och systematiskt samband mellan ändrade prognosförutsättningar och förändringar i räntan och räntebanan.

Men hon noterade att under senare tid har det knappast förhållit sig på det sättet. I april i år gjordes till exempel en ganska rejäl nedrevidering av inflationsprognosen utan att reporäntan sänktes, bara reporäntebanan längre fram. I juli gjordes sedan en nedrevidering av hushållens skuldkvot utan att reporäntan sänktes.

En naturlig tolkning av att räntan inte sänks när det görs prognosrevideringar som på marginalen motiverar ett lägre ränteläge är att hushållens skuldsättning uppfattas som ett problem som lägger ett slags golv för reporäntan. Men det är oklart vilka indikatorer på hushållens skuldsättning som är avgörande. Är det skuldkvoten? Hur ska den i så fall utvecklas för att riskerna ska anses ha minskat? Måste det till ett prisfall på bostäder? Spelar storleken på hushållens förmögenheter någon roll för bedömningen av dessa risker? Det framgår av diagram 3:21 i utkastet till penningpolitisk rapport att det gjorts en mycket betydande upprevidering av hushållens finansiella förmögenhet. Men denna upprevidering har inte gett upphov till någon reviderad syn på riskerna med hushållens skuldsättning. Det har inte heller regeringens förslag till ramverk för stärkt finansiell stabilitet eller Bankföreningens uttalande om att verka för att bankerna ska implementera Finansinspektionens förslag till amorteringsplaner.

Själv ansåg hon att såväl revideringen av hushållens förmögenhet som det faktum att andra aktörer har agerat för att dämpa ökningen i hushållens skulder innebär att nackdelarna med att hålla uppe räntan för att minska riskerna med dessa skulder har blivit klart större. Därmed har också argumenten för en sänkt ränta blivit starkare.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** förklarade att han ställer sig bakom den bild av den ekonomiska utveckling i Sverige och omvärlden som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport, men förespråkade en sänkning av reporäntan med 25 punkter vid dagens möte och att räntan sedan hålls kvar på den lägre nivån till och med tredje kvartalet 2014, för att sedan snabbt närma sig den räntebana som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan det penningpolitiska mötet i september har det blivit ännu tydligare att det återstår många hinder på vägen innan världsekonomin kan återgå till ett normalläge.

Problemen kring finanspolitiken i USA är nu endast tillfälligt lösta. Det råder också osäkerhet kring hur den amerikanska centralbanken ska trappa ned sina obligationsköp och vilka konsekvenser en sådan nedtrappning får för omvärlden. Ännu mer problematiskt är de svaga offentliga finanserna i euroområdet och i synnerhet osäkerheten om tillståndet i de europeiska bankernas balansräkningar.

Flodén hävdade att motivet till hans ställningstagande huvudsakligen var detsamma som vid det penningpolitiska mötet i september. KPIF-inflationen har i genomsnitt varit 0,9 procent under de senaste två åren och väntas enligt huvudscenariot bli 1,5 procent under de kommande två åren. En lägre reporänta skulle medföra att KPIF-inflationen snabbare rör sig mot två procent.

Han påpekade vidare att de penningpolitiska besluten inte endast ska ta hänsyn till inflationsutvecklingen utan även sträva efter ett balanserat resursutnyttjande och en hållbar tillväxt. En penningpolitik som snabbt för inflationen upp mot två procent är inte önskvärd om resursutnyttjandet som en följd blir alltför högt eller om en sådan politik medför att stora finansiella risker byggs upp och äventyrar en hållbar tillväxt. Men inflationsmålet är överordnat. Hur stort utrymme det finns att låta penningpolitiken ta hänsyn till andra faktorer beror på hur stort förtroendet för inflationsmålet och den förda penningpolitiken är. Under 1990-talet, när inflationsmålet var nytt, var förtroendet litet. Penningpolitiken fick då lägga stor vikt på att uppnå inflationsmålet och kunde inte ta lika stor hänsyn till den realekonomiska utvecklingen som man har kunnat därefter, när inflationsförväntningarna väl hade stabiliserats kring två procent.

Förtroendet för inflationsmålet är fortfarande gott, åtminstone om man använder långsiktiga inflationsförväntningar som indikator. Men Flodén förklarade att han oroas över hur det förtroendet kommer att utvecklas framöver om inflationen inte stiger mot målet inom kort. Den inflationsutveckling som följer av prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport skulle förmodligen inte medföra stora förtroendeproblem. Men den framtida ekonomiska utvecklingen är som sagt osäker. Prognosen förutsätter bland annat att världsekonomin gradvis förbättras och undviker hindren på vägen mot ett normalläge.

Flodén menade att det nu finns anledning att lägga stor vikt vid inflationsmålet och att penningpolitiken därför måste utformas så att den är robust för en ekonomisk utveckling som blir svagare än i huvudscenariot. En lägre ränta nu skulle ge en större stimulans till konjunkturutvecklingen och medföra att inflationen med större sannolikhet stiger även om ekonomin utsätts för mer negativa störningar än i huvudscenariot. Räntan bör därför sänkas och hållas låg tills det är tydligt att inflationen stiger.

Även om man bortser från förtroendeaspekten är skälen för att sänka räntan starka enligt Flodén. Resursutnyttjandet är och förväntas förbli svagt eller åtminstone inte starkare än normalt under de kommande åren. En lägre reporänta skulle därför inte endast medföra

att KPIF-inflationen snabbare rör sig mot två procent utan även att resursutnyttjandet blir mer balanserat, påpekade Flodén och hänvisade till diagram 2:17-2:22 i utkastet till penningpolitisk rapport.

Mot detta kan möjligen risker förknippade med hushållens skuldsättning ställas. Men för det första bedömer han att reporäntan förmodligen har små effekter på hushållens skuldsättning. Det finns andra instrument och åtgärder som kan användas om skuldsättningen bedöms vara oroväckande hög. Med det ramverk för makrotillsyn som regeringen nyligen har aviserat är det tydligt att finansinspektionen har huvudansvaret för att fatta beslut om sådana åtgärder.

För det andra skulle en sänkt reporänta idag medföra att konjunkturen och inflationen snabbare tar fart och därmed att räntan kan höjas mot normala nivåer tidigare än om reporäntan lämnas oförändrad vid dagens möte. Det är tänkbart att en låg ränta under en lång tid kan medföra att hushållens förväntningar på det framtida ränteläget blir alltför låga, vilket kan bidra till omotiverade uppgångar i bostadspriser och skuldsättning. Om risker för sådana felaktiga förväntningar är källan till oro för att hushållens skuldsättning är för hög kan det vara en fördel att på kort sikt föra en mer expansiv penningpolitik just för att undvika att hamna i en utdragen period med en låg ränta.

Preliminära bedömningar inom Riksbanken, baserade på modellberäkningar i kombination med empiriska samband, tyder visserligen på att en kraftig räntesänkning nu följt av snabbare räntehöjningar i framtiden skulle medföra att hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst skulle bli något högre än om räntebanan i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport följs. Men skillnaden i skuldsättningsgrad mellan de här alternativen är nästan försumbar. När nackdelen med en aningen högre skuldkvot vägs mot fördelarna med en inflation som snabbare når målet och ett mer balanserat resursutnyttjande framstår en räntesänkning vid dagens möte som det klart bättre alternativet ur Flodéns perspektiv.

Flodén menade vidare att hans argument så här långt tyder på att det skulle kunna vara befogat att idag sänka reporäntan med mer än 25 punkter. Men läget idag liknar det vid det föregående penningpolitiska mötet och skälen för att kraftigt sänka räntan är inte heller nu tillräckligt tunga för att han skulle förespråka en stor avvikelse från den penningpolitik som tidigare har signalerats. Istället förespråkade han således att reporäntan sänks med 25 punkter vid dagens möte, att räntan ligger kvar på 0,75 procent till och med tredje kvartalet 2014, och att räntan höjs snabbt mot huvudscenariots räntebana från och med fjärde kvartalet 2014. Mer precist förespråkade Flodén den lägre räntebana som presenteras i diagram 2:17 i utkastet till penningpolitisk rapport.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport både vad gäller utvecklingen i omvärlden och i Sverige. Jämfört med bedömningen i september är det

framförallt utvecklingen i USA som bidrar till att omvärldsutvecklingen är något mer osäker, enligt hennes bedömning. Trots den något förhöjda osäkerheten om styrkan i omvärldsutvecklingen bedömde hon att den nya information som kommit in efter det penningpolitiska mötet i september i huvudsak är i linje med den prognos som Riksbanken då gjorde.

Därför ställde hon sig bakom förslaget att lämna reporäntan kvar på 1 procent för att ge fortsatt stöd åt konjunkturuppgången och bidra till att inflationen mätt med KPIF stiger mot 2 procent under 2015. Hon uttalade också sitt stöd för förslaget att nedjustera reporäntebanan något som en följd av den något större osäkerheten om utvecklingen i omvärlden.

Trots de senaste veckornas diskussion i USA om budget och skuldtak är bedömningen att tillväxten i USA successivt stärks under kommande år. Det går dock inte att bortse från att de långdragna politiska diskussionerna skulle kunna medföra negativa effekter på omvärldens förtroende för USA och för amerikansk tillväxt framöver. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har dock varit relativt lugn och avvaktande, trots politisk osäkerhet om statsfinanserna. Det talar enligt af Jochnick för att förtroendeeffekterna ändå kan vara relativt begränsade.

En mer öppen fråga är dock hur förtroendet hos amerikanska hushåll och företag påverkas av att den offentliga sektorn tvingades stänga under flera veckor. Det finns en risk att stängningen och fortsatta turer runt budgetpolitiken leder till att hushåll och företag blir mer försiktiga i beslut om konsumtion och investeringar, vilket skulle kunna innebära en lägre tillväxt i USA än den Riksbanken räknat med. En lägre tillväxt i USA skulle inverka negativt på den globala utvecklingen. Det kommer därför att vara fortsatt stort fokus på diskussionerna i USA om budgetförhandlingar och skuldtak för att bedöma den globala tillväxten framöver. Till bilden hör också Federal Reserves förväntade nedtrappning av de hittills relativt omfattande obligationsköpen. I prognosen antas att Federal Reserve minskar sina tillgångsköp i takt med att den amerikanska ekonomin visar tecken på återhämtning och att nedtrappningen inte förhindrar en gradvis internationell återhämtning.

Flera tillväxtländer med underskott i bytesbalansen och/eller stora skulder i utländsk valuta har drabbats av kapitalutflöden och växelkursförsvagningar när räntorna stigit i utvecklade ekonomier. För några av tillväxtländerna är BNP-prognoserna nedreviderade jämfört med prognosen i september. I takt med att konjunkturen förbättras i de utvecklade ekonomierna antas dock att produktionen ökar även i tillväxtländerna.

En av de viktigaste signalerna från euroområdet är att BNP började växa igen andra kvartalet 2013, vilket noterades redan i samband med det förra penningpolitiska mötet. Bilden av en vändning styrks också av att förtroendeindikatorerna nu förbättras. Återhämtningen i euroområdet är positiv för Sverige och kommer att resultera i en ökad

efterfrågan på svenska varor och tjänster. Utvecklingen är dock ojämn mellan länder och tillväxten väntas i genomsnitt vara lägre än i USA.

Det pågår ett reformarbete med att komma till rätta med statsfinansiella obalanser, öka kvaliteten på bankernas balansräkningar och förbättra det institutionella ramverket för tillsyn och krishantering. Förväntningarna är med rätta mycket höga på att den Europeiska centralbankens (ECB) och den Europeiska bankmyndighetens (EBA) genomgång av kvaliteten på europeiska bankers balansräkningar genomförs på ett trovärdigt sätt samtidigt som lösningar identifieras om det skulle visa sig att bankerna inte är livskraftiga. Denna process är mycket viktig för Europas trovärdighet och för att säkerställa att europeiska banker har förmåga att finansiera företag och hushåll och därigenom skapa ökad tillväxt.

Sammantaget visar den nya informationen från omvärlden på fortsatta tecken på återhämtning. Det gäller USA, även om det finns en viss osäkerhet kring statsfinanserna, det gäller tillväxtländerna, även om BNP-prognosen i några länder reviderats ned, och det gäller euroområdet, även om en fortsatt återhämtning förutsätter att reformarbetet genomförs så att den finansiella sektorn kan stödja investeringar och hushållens konsumtion. I takt med att konjunkturen förbättras i omvärlden kommer efterfrågan på svensk export att öka under prognosperioden. Tillsammans med stigande inhemsk efterfrågan bidrar det till ökad tillväxt, lägre arbetslöshet och att inflationen stiger mot 2 procent.

af Jochnick menade att den låga reporäntan stödjer svensk ekonomi och skapar förutsättningar för företagen att öka sina investeringar i takt med att efterfrågan från omvärlden ökar. af Jochnick bedömde att arbetsmarknaden successivt kommer att förbättras så att arbetslösheten sjunker. Som redovisas i fördjupningsrutan "Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i utkastet till penningpolitisk rapport är dock de bakomliggande skälen till den höga arbetslösheten komplexa och till stor del av strukturell karaktär. Det betyder att även om penningpolitiken är mycket expansiv under det närmaste året så krävs andra åtgärder för att få bukt med den strukturella arbetslösheten.

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. af Jochnick tyckte att det dock finns fortsatt anledning att följa hushållens skuldutveckling noga. Priserna på bostadsrätter i storstadsområdena har stigit relativt mycket under hösten vilket kan innebära att skuldkvoten blir ännu högre än vad som just nu syns i statistiken.

af Jochnick hänvisade till den promemoria om riskerna med hushållens skuldsättning som analysgruppen redovisade till Samverkansrådet för makrotillsyn. Där konstaterades att det finns fundamentala förklaringsfaktorer till uppgången i hushållens skuldkvot men att det

finns en risk att dessa faktorer ändras eller att hushållen har felaktiga förväntningar om dessa faktorer, vilket skulle kunna leda till problem för såväl makroekonomin som det finansiella systemet.

De fundamentala faktorer som man förklarar uppgången i skuldkvot med är att allt fler hushåll äger sin bostad, lägre räntor, sänkta skatter och ett senare arbetsmarknadsinträde. Ytterligare en faktor är att utbudet på bostäder understiger efterfrågan, särskilt i storstadsregionerna. En annan faktor som oroar är till exempel att hushållen kan ha felaktiga förväntningar om räntans utveckling och därmed felaktiga förväntningar på kostnaden för hushållen bostadslån.

Enkätundersökningar visar att hushållen inte räknar med att bostadsräntorna kommer att stiga i den takt Riksbanken bedömer kommer att ske under kommande år. Högre räntor längre fram kommer att innebära att högt skuldsatta hushåll kan behöva lägga en ökande andel av sin inkomst på räntebetalningar. Mot bakgrund av att var tionde hushåll bland befintliga låntagare, eller låntagare till 15 % av hushållens skulder, har mindre än 3000 kronor kvar att leva på varje månad är hushållen sårbara för förändringar i förutsättningarna för framförallt bostadslånen.

af Jochnick bedömer därför att det finns goda skäl att överväga ytterligare åtgärder för att begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning. Så länge skuldsättningen fortsätter att ligga på en hög nivå och så länge makrotillsynsramverket inte är på plats så anser hon att direktionen i sin penningpolitiska bedömning bör fortsätta att beakta de risker som förknippas med hushållens skuldsättning.

Med en reporänta på 1 procent fram till slutet av 2014 bedömer af Jochnick att Riksbanken ger stöd åt konjunkturuppgången och bidrar till att inflationen mätt med KPIF stiger mot 2 procent mot slutet av prognosperioden.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att han ställde sig bakom både makroprognosen och penningpolitiken som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Sammantaget är bilden av den ekonomiska utvecklingen ungefär densamma som i september. I penningpolitiken finns precis som tidigare en avvägning 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. Det handlar om att gasa lagom för att säkerställa att utvecklingen inte bara ser hygglig ut på kort sikt utan också blir hållbar mer långsiktigt.

Enligt huvudscenariot börjar KPIF-inflationen stiga på ett mer ihållande sätt under senare delen av nästa år för att om cirka två år vara mycket nära 2 procent. Jansson tyckte att det är en långsam, men inte oacceptabelt långsam, anpassning av inflationen. Att inflationsanpassningen inte är oacceptabelt långsam understryks också av att inflationsförväntningarna på ett till två års sikt snarare visar på tendenser att stiga än att falla och att inflationsförväntningarna på längre sikt är mycket nära 2 procent.

Det viktigaste antagandet i prognosen, enligt Jansson, är att det sker en återhämtning i vår omvärld. När så sker finns goda förutsättningar för en uppgång i både exporten och investeringarna i Sverige. Dessa faktorer blir då kompletterande drivkrafter för tillväxten, som under den närmaste tiden mest bärs upp av hushållens konsumtion. Hushållens konsumtion, å sin sida, gynnas 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.

Ett återkommande tema i Janssons inlägg på penningpolitiska möten under senare tid har varit att han sett något mer optimistiskt på den ekonomiska utvecklingen än vad som legat i prognoserna. Men han underströk att han har varit noga med att påpeka att skillnaderna varit ganska små och inte tillräckliga för att motivera en reservation. Men han har ändå känt ett behov av att redovisa dem.

Jansson konstaterade att utvecklingen sedan juli, när han för första gången framförde sina något mer optimistiska tankegångar, än så länge kanske inte riktigt har följt de mer positiva banor han bedömt möjliga. Det är dock viktigt att notera att utvecklingen under den här perioden har påverkats både av osäkerhet kring när Federal Reserve ska inleda sin nedtrappning av tillgångsköp och av politisk oenighet i den amerikanska kongressen om finanspolitiken. Båda dessa källor till osäkerhet och oro är nu i varje fall för stunden hanterade. Förvisso kan det inte uteslutas att dessa problem återkommer eller att nya problem tillkommer – till exempel i samband med den europeiska genomlysningen av kvaliteten på banktillgångar och stresstestövningen – men förutsättningarna för att Janssons mer optimistiska scenario ska kunna realiseras har enligt honom i och med detta ändå blivit lite bättre.

I ett mer optimistiskt scenario där en snabbare återhämtning sker i omvärlden kan både exporten och investeringarna utvecklas något starkare än väntat. Men enligt Jansson är det framförallt hushållens konsumtion som har potential att överraska positivt. Jämfört med tidigare perioder av stark konsumtionstillväxt är perioden framöver speciell i den meningen att den inte bara kännetecknas av en relativt stor ökning av den disponibla inkomsten utan också av ett lågt ränteläge och ett högt sparande i utgångsläget. Därtill är hushållens nettoförmögenhetsställning mycket stark och arbetsmarknaden har under senare tid överraskat positivt. Ett så gott utgångsläge för hushållens konsumtion är sällsynt och gör att det inte kan uteslutas att konsumtionen ökar oväntat snabbt framöver.

På det förra penningpolitiska mötet argumenterade Jansson för att en något ljusare prognos för den ekonomiska utvecklingen inte behöver få konsekvenser för beslutet om reporäntan nu eller reporäntebanan i framtiden. Den bedömningen håller han fast vid och det är också ett av skälen till att han ändå kan ställa sig bakom bedömningarna som finns i utkastet till penningpolitisk rapport. I ett läge där inflationen fortfarande är en bra bit under målet och riskerna för överhettning är små kan prognosen för den ekonomiska

utvecklingen tåla en viss upprevidering utan att det behöver påverka utformningen av penningpolitiken.

Jansson ville förtydliga att det scenario han har i åtanke skiljer sig en del från det alternativscenario som kallas "Starkare omvärld" i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. Det finns förstås vissa likheter vad gäller drivkrafterna bakom den starkare utvecklingen men i scenariot i rapporten tar det ganska lång tid innan inflationen börjar avvika mer synligt från prognosen och dessutom skjuter inflationen kraftigt över inflationsmålet mot slutet av perioden. I det scenario som Jansson talar om kan inflationen istället komma att bli lite högre mer i närtid men är samtidigt i linje med målet mot slutet av prognosperioden, eller i varje fall inte betydligt högre än 2 procent.

Jansson påminde om att han på det förra penningpolitiska mötet också var noga med att understryka att ett resonemang om 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.<sup>1</sup> Även denna bedömning håller han fast vid.

Jansson noterade vidare att förutsättningarna för att kunna hantera riskerna med hushållens höga skulder förstås i viss mening blivit bättre i och med att regeringen har bestämt hur ramverket för den svenska makrotillsynen ska se ut. Men att fatta beslut inom makrotillsynen är inte enkelt, även om somliga bedömare i alla fall tidigare har gett uttryck för en sådan uppfattning.

Jansson påpekade att det i utkastet till penningpolitisk rapport finns en mycket bra fördjupningsruta, "Makrotillsyn och penningpolitik", som bland annat berör svårigheterna med att vidta åtgärder inom makrotillsynen. "Målen" för dessa åtgärder är att stärka motståndskraften i det finansiella systemet och förebygga uppbyggnaden av finansiella obalanser. Men det är förstås inte lätt att veta när systemet har tillräckligt med motståndskraft eller om någon obalans håller på att byggas upp. Här finns inga siffersatta mål och att avgöra när en viss avvikelse börjat bli "onormal" är mycket svårt. För att mildra dessa problem rekommenderar europeiska systemrisknämnden (ESRB) att EU-länderna använder en uppsättning intermediära mål.<sup>2</sup> Detta är en hjälp på vägen men löser inte de grundläggande problemen. En tillkommande komplikation är att det inte finns något historiskt mönster av makrotillsyn att utgå ifrån. Detta kommer att innebära att det åtminstone under en övergångsperiod kommer att råda mycket stor osäkerhet kring effekterna av vidtagna åtgärder.

---

<sup>1</sup> Se fördjupningsrutan "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen", Penningpolitisk rapport juli 2013, Sveriges riksbank, sid 42, 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.

<sup>2</sup> Se <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2013:170:0001:0019:EN:PDF>.



Avslutningsvis nämnde Jansson att allt det här inte bara är komplicerande omständigheter för den myndighet som fått ansvaret att fatta besluten om makrotillsynsåtgärderna, Finansinspektionen, utan även för andra aktörer som inom sina politikområden antingen behöver komplettera makrotillsynen eller i varje fall ta hänsyn till vilken ekonomisk påverkan den får. Mot den här bakgrunden kunde han bara instämma i de slutsatser som dras i fördjupningsrutan, nämligen att makrotillsynen kommer att påverka penningpolitiken men att det i nuläget är svårt att avgöra hur och i vilken takt.

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

Ingves konstaterade att det ekonomiska läget i omvärlden i stora drag har utvecklats i enlighet med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september. Återhämtningen fortsätter i USA trots politisk osäkerhet om hanteringen av statsbudgeten. Den underliggande makrobilden har inte ändrats så mycket. Det gäller till exempel arbetsmarknaden och bostadsmarknaden och att hushållens anpassning av sina balansräkningar har nått långt. Det finns dock fortfarande frågetecken förknippade med den politiska processen kring statsfinanserna. Men när frågetecknen försvinner finns förutsättningar för en god BNP-tillväxt i USA under kommande år. Processen påminner om grundantagandet för Europa – en gradvis återhämtning men med politiska konvulsioner. Diskussionen om en nedtrappning av Federal Reserves tillgångsköp pekar mot en normalisering av penningpolitiken. Det kommer sannolikt att bidra till stigande långa räntor i USA och andra länder. Riktningen är given, men tidpunkten för olika framtida steg är en grannlaga bedömningsfråga.

Den expansiva penningpolitiken i USA och andra stora valutaområden har bidragit till stora kapitalinflöden till tillväxtländerna. När penningpolitiken börjar normaliseras i USA finns en risk att dessa inflöden bromsas upp eller vänds till utflöden. Redan när nedtrappningen av kompletterande åtgärder började diskuteras upplevde flera länder med stora bytesbalansunderskott kapitalutflöden och växelkursförsvagning.

Stramare externa finansieringsvillkor kan därför bidra till mer volatila kapitalrörelser framöver, särskilt i tillväxtländer med svaga fundamenta. Det betyder att flera tillväxtländer sannolikt behöver se över sin ekonomiska politik. Behovet av åtgärder kan variera mellan olika länder. Men i grund och botten handlar det om beslut som stärker makroekonomin och makrotillsynen. Det skulle bidra till att det finns ett penningpolitiskt handlingsutrymme när räntan stiger i omvärlden.

I euroområdet pågår skuldsaneringen i offentlig och privat sektor. Det är ett skäl till att den inhemska efterfrågan är svag och återhämtningen går långsamt. Krisländerna har

dock kommit ytterligare en bit på vägen när de gäller kostnadsanpassningen. Det har gynnat exporten, främst till länder utanför euroområdet. Bytesbalansen i krisländerna har därför förbättrats, vilket bidragit till att euroområdet som helhet har ett överskott i sin bytesbalans mot omvärlden. Ingves tyckte att det är viktigt att den interna anpassningen när det gäller budgetunderskott och relativt kostnadsläge fortsätter. Det är också viktigt att problemen inom banksektorn hanteras. Den finansiella sektorn i euroområdet är fragmenterad. Bankerna har alltför små kapitalbuffertar. Utan välfungerande banker fungerar inte kreditgivningen väl. Dessutom störs den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Den planerade genomlysningen av bankerna blir därför mycket viktig. Genomlysningen och dess policyslutsatser blir viktig för både den finansiella stabiliteten och penningpolitiken i euroområdet.

Sammantaget väntas tillväxten i världen som helhet bli ganska god under prognosperioden och världshandeln fortsätter att växa. Den bild som tonade fram under försommaren står sig. Det finns dock stora, och olika, utmaningar, i tillväxtländerna, i USA och särskilt i euroområdet som spelar stor roll för svensk ekonomi. Förutsatt att utmaningarna i olika delar av världen hanteras finns det dock en möjlighet att omvärldsutvecklingen blir något bättre än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Det finns också nedåtrisker för prognosen, bland annat till följd av politisk osäkerhet som är mycket svår att prognostisera.

I huvudscenariot bidrar en bättre konjunktur i omvärlden och starkare inhemsk efterfrågan till att tillväxten i Sverige stiger framöver. Prognosen är ganska lik den i den penningpolitiska uppföljningen i september. Återhämtningen i omvärlden väntas gynna svensk export. Det finns dessutom goda förutsättningar för en god konsumtionstillväxt. Behovet av nya investeringar kommer också att öka efter en tid. Sammantaget bidrar det till att arbetsmarknaden så småningom förbättras. Ett stigande resursutnyttjande bidrar till att lönerna stiger. Företagens möjligheter att höja priserna förbättras. Det bidrar till att den nu låga inflationen kommer att börja stiga under 2014 och uppgå till omkring 2 procent 2015 mätt med KPIF. Det är ungefär den bild man kan förvänta sig i en konjunkturuppgång. Exempelvis har förtroendet förbättrats bland företag och hushåll, Konjunkturbarometern är nära sin normala nivå och antalet varsel är på samma nivå som vid tidigare tillfällen med god konjunkturutveckling.

Ingves menade att penningpolitiken i nuvarande läge behöver vara fortsatt expansiv för att bidra till ökat resursutnyttjande och att inflationen stiger mot målet. I utkastet till penningpolitisk rapport bedöms reporäntan bli kvar på nuvarande låga nivå omkring ett år och börja höjas i slutet av nästa år.

Men Ingves tyckte att penningpolitiken bör bedrivas i ett långsiktigt perspektiv. Riksbanken skall inte bidra till en ohållbar kreditexpansion och skulduppbyggnad hos hushållen som riskerar att skapa förutsättningar för finansiell instabilitet och makroekonomiska störningar på längre sikt. Penningpolitiken beaktar därför även risker

som är förknippade med finansiella obalanser. Ingves påpekade att det många gånger tidigare noterats att dessa risker kan vara svåra att siffrsätta och att man föreställt sig händelser bortom den gängse prognoshorizonten. Om skulderna fortsätter att växa så kan det också bli nödvändigt att överväga hur riskerna ser ut inom prognoshorizonten.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom beskrivningarna av den ekonomiska utvecklingen och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport samt förslaget om att behålla reporäntan oförändrad.

Hon konstaterade vidare att det internationella makroförloppet har utvecklats som väntat sedan det penningpolitiska mötet i september men att några saker ändå förtjänar att kommenteras närmare. Den amerikanska penningpolitiken ligger starkt i blickfånget. Marknadsreaktionerna inför och efter Federal Reserves besked i september om att den nuvarande penningpolitiken tills vidare ligger fast är för Skingsley ett tydligt tecken på att finansmarknaderna i stora delar av världen är hårt styrda av spekulationerna kring den amerikanska centralbankens agerande. Så har det varit också tidigare, men skillnaden nu är att Federal Reserve, i kraft av sin utfästelse om återkommande obligationsköp, är en stor och aktiv part på marknaden. Det utgör en stor skillnad mellan den kommande normaliseringen av penningpolitiken och tidigare likartade faser i historien.

Enligt Skingsley är det tydligt att centralbanksvärlden står inför en rad strategiska och operativa utmaningar de kommande åren. På strategisk nivå är den tidigare internationella samstämmigheten om inflationsmålets överlägsenhet uppe till diskussion. De nya greppen att via så kallad forward guidance försöka styra långa räntor väcker frågor bland marknadsaktörer och andra bedömare. Därutöver är centralbankernas roll och ansvar gällande finansiell stabilitet, makrotillsyn och hur dessa områden ska relateras till penningpolitik ett oprövat område.

På den operativa sidan är frågorna också många, varav den främsta förmodligen är hur valet kan se ut mellan å ena sidan tidig men långsam normalisering och å andra sidan en framskjuten normalisering som är förknippad med risken att det blir ett snabbare åtstramningsförlopp.

Flera av dessa frågor är mer aktuella för andra centralbanker än för Riksbanken, som efter de extraordinära åtgärderna under krisåren 2008-2010 kunnat återgå till traditionell penningpolitik med användning av reporäntan. Likväl är det Skingsleys bedömning att kommande så kallade exitprocesser tillbaka till mer traditionell penningpolitik kommer att skilja sig starkt till sin karaktär mellan de olika större ekonomierna. Under de kommande åren finns det därför anledning att räkna med en stundtals hög volatilitet på viktiga marknader när marknadsaktörer försöker prisa in en mer återhållsam stimulanspolitik. Det här är något Riksbanken får leva med i utformningen av den svenska penningpolitiken.

Enligt Skingsley innebär hennes resonemang att prognoserna för omvärldens framtida ränteutveckling förmodligen kommer att behöva revideras flera gånger till. För henne har därför Riksbankens prognoser för omvärldsräntorna ett ganska begränsat värde som argument för att idag föra en viss penningpolitik i Sverige. Riksbankens egna bedömningar av sambandet mellan ländermässiga ränteskillnader och växelkurs visar dessutom olika resultat beroende på vilka antaganden som används. På detta område får man istället vara beredd att anpassa sig efter hand.

Konjunkturbilden för USA står sig sedan tidigare, med en gradvis återhämtning driven av bland annat förbättrade balansräkningar för hushållen. Den senaste tidens osäkerhet om finanspolitiken har inte varit positiv för återhämtningen och Skingsley tror att man under en tid framöver kommer att få leva med svängig statistik. Men hon tar fasta på att både företagens framtidstro, mätt som inköpschefsindex för tillverkningsindustrin, och hushållens framtidstro, mätt av Conference board, ligger på sina högsta nivåer på flera år och att en tolerans för en viss tillfällig nedgång i förtroendet och hårddata finns i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

Skingsley vände därefter sin uppmärksamhet mot den svenska ekonomin och konstaterade att inkommande data sedan det penningpolitiska mötet i september har varit något svagare än väntat. Mer specifikt tyder revideringen av BNP för första halvåret och den inkomna inflationsstatistiken på att återhämtningen är något trögare än vad Riksbanken räknat med, även om man i den andra vågskålen kan lägga en arbetsmarknadsutveckling som är starkare.

Apropå de låga inflationsutfallen påpekade Skingsley att eftersom Riksbanken inte bedriver prinsnivåpolitik, där historiska inflationsunderskridanden ska kompenseras, är det framåtblickandet och prognoserna som är det väsentliga. Bilden av en successiv återhämtning i Sverige står sig alltså, men det är tydligt att penningpolitiken kommer att behöva vara stimulerande under lång tid framöver, i linje med den föreslagna räntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport.

Med Riksbankens låga inflationsprognos och små risker för överhettning anser Skingsley att framtida upprevideringar av makroprognosen kan göras utan att det direkt behöver påverka penningpolitiken.

På det penningpolitiska mötet i september konstaterade Skingsley att arbetsmarknaden såg ut att vara på väg att utvecklas mer positivt än i det dåvarande prognosförslaget. Den bilden tyckte hon har bekräftats i och med den senaste tidens arbetsmarknadsstatistik och hon står bakom bilden att arbetslöshetsnedgången kan ta fart under 2014.

Vidare tog Skingsley fasta på att de kortsiktiga inflationsförväntningarna i Sverige, så som de mäts av Prospera, stiger igen, samtidigt som förväntningarna på fem års sikt ligger kvar vid 2-procentsmålet.

Med en styrränta på fortsatt låga 1 procent stöder Riksbanken den ekonomiska återhämtningen, med hänsyn tagen till det parallella uppdraget att främja stabiliteten i det finansiella systemet.

Skingsley noterade att arbetet att utveckla analys och verktyg för makrotillsynen fortskrider och hon ser fram emot att se Riksbanken som en part i det blivande finansiella stabilitetsrådet. I fördjupningsrutan om makrotillsyn och penningpolitik, i utkastet till penningpolitisk rapport, förklaras hur penningpolitiken kan och bör relatera till insatser inom makrotillsynen. Men mycket arbete återstår enligt Skingsley. Hon välkomnade de åtgärder som Riksbankens representanter förordade i Samverkansrådet för makrotillsyn den 1 oktober, närmare bestämt förslagen om individuella amorteringsplaner, harmoniserade bolåneprövningar och en ytterligare höjning av riskviktsgolvet för bolån. Hon menade också att takten på införandet av åtgärderna kan diskuteras men att det viktiga är riktningen.

En annan aktuell fråga är möjligheterna till koordination mellan penningpolitik och makrotillsynsåtgärder. Erfarenheterna av makrotillsynsåtgärder och dess effekter är begränsade, vilket talar för att man kommer att gå försiktigt fram. Skingsley bedömde att det blir med den utgångspunkten som Riksbanken kommer att bedriva sin penningpolitik i fortsättningen.

### §3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att han ville ta upp två frågor som berörts i de tidigare inläggen.

Den första är frågan om räntedifferensens betydelse för växelkursen. Jansson förklarade att han har uppfattat detta som en ganska så avgörande faktor för Ekholms penningpolitiska slutsats, att en lägre ränta behövs för att undvika en kraftig appreciering av kronans växelkurs. Sambandet mellan å ena sidan Sveriges ränteläge relativt omvärlden och å andra sidan växelkursen är som bekant mycket svårbedömt. Men en övning som enligt Jansson kan vara av visst intresse är att använda Riksbankens makromodell Ramses för att undersöka hur den modellen historiskt har översatt räntedifferenser till effekter på växelkursen, och därefter jämföra resultatet med vad som faktiskt har hänt med växelkursen. Ramses har ju ett slags ränteparitetsvillkor, som Jansson antar är det som Ekholm bygger sina slutsatser på. En sådan här övning ger förstås inga säkra svar men kan i alla fall bidra med en pusselbit till direktionens fortsatta diskussioner.

Den andra frågan gäller hur riskerna med hushållens skulder analyseras och hur detta i förlängningen kopplar till penningpolitiken. Jansson menade att det är viktigt att det tydligt framgår av direktionens diskussion att det pågår ett intensivt arbete med dessa frågor på Riksbankens policyavdelningar. Även de här frågorna är givetvis mycket svåra

men Jansson bedömde att Riksbanken ändå har gjort betydande framsteg. En illustration på det är den fördjupningsruta om finansiella obalanser och penningpolitik som Riksbanken publicerade i den penningpolitiska rapporten i juli. Och den var bara en första avrapportering från ett större internt arbete, som hela tiden fortskrider.

Att Riksbanken på detta område ligger hyfsat till tyckte Jansson också framgick av de diskussioner direktionen fick möjlighet att föra med olika representanter från Federal Reserve, som nyligen besökte Riksbanken. Jansson ville också framhäva att de resonemang som förs av Riksbanken om hur risker med hushållens skulder, eller mer generellt finansiella obalanser, ska beaktas i penningpolitiken inte är hemsnickrade utan väl i linje med hur ett flertal andra centralbanker och forskare<sup>3</sup> resonerar. Exempel på centralbanker som fört liknande resonemang som Riksbanken är Bank of Canada och Norges Bank.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** konstaterade inledningsvis att hushållens skuldsättning och hur Riksbanken ska förhålla sig till det är ett återkommande ämne. De som är kritiska mot att väga in skuldsättning i politiken har ofta det gemensamt att de anser att beslutsunderlaget är för bristfälligt och/eller att det finns omständigheter som talar för att situationen är hållbar. Ett vanligt argument är vidare att även om skuldsättningen inte är hållbar så är det ändå inte ett område för Riksbanken att hantera.

Skingsley påpekade att om dagens trend med stigande bostadspriser och kreditexpansion fortsätter, samtidigt som disponibelinkomsterna utvecklas som väntat, kommer skuldkvoten att fortsätta öka. Mot den bakgrunden förklarade hon att hon gärna ville ställa följande frågor till Ekholm och Flodén:

Om man inte är oroad för skuldsättningen i dagens läge, under vilka förhållanden skulle skuldsättningen kunna bli ett problem? Hur mycket mer kan skulderna öka innan det blir ett allvarligt läge som måste hanteras i någon form? Eller är det så att Sveriges ekonomi har unika egenskaper som gör att skuldsättningen som andel av disponibla inkomster kan fortsätta öka utan fara, och i så fall vilka är de egenskaperna?

Skingsley framhöll att hon är den första att hålla med om att beslutsunderlag alltid kan bli bättre, men att hon inte tycker att väntan på mer analys är ett fullgott skäl för passivitet, i synnerhet som det handlar om analys på ett område som är erkänt svårt för hela världens centralbanker.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att instämma i Ekholms önskemål om ytterligare analys kring hur skillnaden mellan den svenska reporäntan och omvärldens styrräntor påverkar växelkursen. Det är en fråga som kommer att bli allt viktigare om

---

<sup>3</sup> Se till exempel Frank Smets (2013), "Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?", Penning- och valutapolitik 2013:3, under utgivning, Sveriges riksbank.

Riksbanken börjar höja räntan tidigare än andra centralbanker. Janssons förslag på hur detta kan göras kan vara en framkomlig väg.

Flodén ville också utveckla resonemanget om inflationsförväntningarna apropå Skingsleys påpekande att inflationsförväntningarna på kort sikt har stigit. Han betonade att han inte ser låga inflationsförväntningar som ett påtagligt problem idag. Inflationsförväntningarna på ett års sikt är låga i olika enkätundersökningar. De ligger på drygt en procent. Men sådana förväntningar är helt i linje med Riksbankens egen inflationsprognos.

På två års sikt har förväntningarna möjligen stigit, men de ligger ändå långt under prognosen i huvudscenariot; de är mer än en procentenhet lägre. Men det tror Flodén beror på att många som svarar på enkätundersökningarna inte väger in den ränteeffekt som pressar upp KPI-inflationen när reporäntan börjar höjas, och det upplever han inte som särskilt problematiskt. Däremot är det värt att notera att marknadens och hushållens inflationsförväntningar bör stiga i takt med att tiden går och tidpunkten för höjningar av reporäntan kommer närmare.

Avslutningsvis förklarade Flodén, apropå Skingsleys fråga om hur beslutsunderlag kring hushållens skuldsättning ska vägas in i de penningpolitiska besluten, att han tyckte att det är självklart att all information ska användas, även osäkra beslutsunderlag. Hans bedömning är dock att underlagen inte ger stöd för att hålla reporäntan hög i nuläget på grund av hushållens skuldsättning.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ville kommentera två frågor som aktualiserats i tidigare inlägg: hur expansiv penningpolitiken är i dagsläget och direktionsledamöternas syn på räntebanan.

När det gäller penningpolitikens nuvarande inriktning så påpekade Ekholm att det i anslutning till diagram 1:5 i utkastet till penningpolitisk rapport sägs att eftersom den reala styrräntan nu är negativ så är penningpolitiken tydligt expansiv. Diagrammet visar realräntan ex post, det vill säga att den så långt som möjligt baseras på ränte- och inflationsutfall. Detta skiljer sig från diagram 1:32, som visar realräntan ex ante, det vill säga den realränta man får när man ställer den egna ränteprognosen mot den egna inflationsprognosen. Av diagram 1:5 framgår att realräntan faktiskt varit positiv under den period när svensk konjunktur verkligen varit svag, det vill säga under 2012 och början av 2013. Detta hänger förstås samman med att utfallet för inflationen blivit lågt trots en förhållandevis låg styrränta i nominella termer.

Man kan dra två slutsatser av detta. Den ena är att en låg nominell ränta inte nödvändigtvis avspeglar en expansiv penningpolitik eftersom en låg inflation håller uppe den reala räntan. Den andra slutsatsen är att när penningpolitiken ska utvärderas så är det kanske motiverat att jämföra vad realräntan verkligen blev ex post med den realränta ex ante som de penningpolitiska beslutsfattarna uppenbarligen ansåg vara lämplig givet utvecklingen i ekonomin. Om realräntan ex post skiljer sig från den som man tyckte var

lämplig ex ante så kan det vara värdefullt att klargöra varför det blev så. Var det så att ekonomin utvecklades på ett sätt så att beslutsfattarna ändrade sig och ansåg att det behövdes mer eller mindre stimulans? Eller var det så att inflationen utvecklades på ett sätt så att realräntan blev högre eller lägre än vad som avsågs när besluten fattades?

Ekholm förklarade att hennes intryck är att det ofta har varit så att inflationen kommit in så lågt att den penningpolitiska stimulansen i realiteten blivit mindre än vad som avsågs när besluten fattades. Men hon var osäker på om det verkligen förhållit sig på det sättet och efterfrågade en analys av frågan. Av den penningpolitiska rapporten från februari i år så framgår det att den reala reporäntan i dagsläget förväntades vara omkring -0,8 procent, men enligt diagram 1:5 verkar den nu snarare ligga ganska nära noll. Eftersom det inte har gjorts annat än marginella revideringar av prognosen under denna tid så framstår inte denna skillnad som motiverad av att svensk ekonomi har utvecklats betydligt bättre än i prognosen i februari. Ekholm betonade att hon tycker att det här är något som det finns anledning att titta närmare på. Det kan vara en viktig input i det underlag som presenteras inför Finansutskottets utvärdering av penningpolitiken och för att besvara frågan om den förda penningpolitiken har varit väl avvägd eller inte.

När det gäller synen på räntebanan så verkar det enligt Ekholm som om det finns avgörande skillnader inom direktionen. Hon tolkar Janssons inlägg som att det för honom inte bara finns ett golv för räntan – som baseras på hans bedömning av riskerna förknippade med hushållens skuldsättning – utan också ett tak såtillvida att räntan antas vara oförändrad även om det sker mer än marginella upprevideringar av konjunkturutsikterna. Ekholm uppfattade också Skingsleys inlägg som att hon har en likartad inställning till hur förändrade förutsättningar kan tänkas påverka reporäntan.

Ekholm menade att den inställningen skiljer sig ganska mycket från den som hon själv förespråkar, där förändrade prognosförutsättningar regelmässigt och på ett systematiskt sätt leder till förändringar i reporäntebanan. Att de olika direktionsledamöterna har olika förhållningssätt till räntebanan kan eventuellt i sig bidra till mindre förutsägbarhet i penningpolitiken. Därför kan det enligt Ekholm finnas anledning att tydliggöra hur de enskilda direktionsledamöterna ser på sambandet mellan räntebanan och prognosförutsättningarna.

Ekholm tog sig därefter an Skingsleys explicita fråga om Ekholms syn på utvecklingen när det gäller hushållens skulder och om hon inte finner den oroande nu när hon i så fall anser att den börjar utgöra ett problem. Ekholm förklarade att hennes huvudsakliga invändning mot att hålla uppe räntan för att ta hänsyn till risker förknippade med hushållens skulder inte är att dessa skulder är oproblematiske, utan att hon liksom Flodén inte tror att en marginellt högre reporänta påverkar dessa skulder i någon större utsträckning. Frågan är vad som då bör göras för att hantera problemet med höga hushållsskulder. Det har sagts att makrotillsynen fortfarande inte är på plats och att det är ett skäl till att räntan måste hållas uppe för att dämpa ökningen i hushållens skulder. Men



Ekholm ansåg att en hel del åtgärder har vidtagits av Finansinspektionen, nu senast aviseringen av krav på upprättade amorteringsplaner. Ekholm förklarade att hon tolkar Skingsleys första inlägg som en markering att hon efterfrågar ytterligare åtgärder från Finansinspektionens sida. Hon tyckte dock att det är viktigt att kunna visa hur åtgärder väntas påverka ekonomin om man vill att andra myndigheter ska vidta åtgärder. Det tyckte hon inte att Riksbanken kan göra i dagsläget eftersom det inte har gjorts någon ordentlig analys av hur till exempel en ytterligare höjning av riskvikterna på bolån förväntas påverka utvecklingen i svensk ekonomi.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** ville inledningsvis understryka att reporäntan just nu är mycket låg, såväl nominellt som reall. Man kan få intrycket av direktionens diskussion att ledamöterna står långt ifrån varandra i bedömningen av vad som är en väl avvägd penningpolitik men det handlar om 25 räntepunkters skillnad vid en mycket låg räntenivå.

Hon påpekade därefter apropå hushållens skuldsättning att direktionen under en längre tid diskuterat risken för att obalanser byggs upp i hushållssektorn. Hennes bedömning är att denna öppna diskussion kommer att påverka såväl andra myndigheter som kreditgivare och kredittagare. Det finns en utbredd uppfattning idag att hushållens skuldsättning är hög i såväl ett historiskt som internationellt perspektiv. Det finns också en utbredd uppfattning om att det finns ett behov av en sundare kultur vad gäller bostadslånens utformning.

Ett skäl till att ytterligare åtgärder inte vidtas är att det finns olika syn på hur sårbara hushållen egentligen är. En del anser att hushållen har så stora tillgångar att det inte skulle vara ett problem med höga skulder. Här finns dock en del forskning som pekar på vikten av att hushållen inte bara har tillgångar utan att dessa tillgångar måste vara tillräckligt likvida för att hushållens beteende inte ska förändras i riktning mot minskad konsumtion och ökat sparande när tillgångspriser, till exempel bostadspriserna, sjunker.

af Jochnick menade vidare att när svensk ekonomi skall bedömas så är det ett problem att informationen om enskilda hushåll är bristfällig eller helt saknas. Sedan 2007 finns inte längre tillgång till individuell data över hushållens tillgångar och skulder. Det behövs mer detaljerad information om hushållens tillgångar och skulder som underlag för att förbättra analysen. Det behövs också mer analys om hushållens beteende när förutsättningarna förändras för hushållens lån, till exempel vid förändringar i bindningstid, räntenivå, amorteringar och säkerhetens värde.

För att förbättra det penningpolitiska beslutsunderlaget behövs bättre data och en bättre analys av risker i det finansiella systemet i syfte att så långt som möjligt motverka en riskuppyggnad som försvårar genomförandet av penningpolitiken.

Riksbankschef **Stefan Ingves** började med att kommentera Ekholms inlägg om penningpolitikens förutsägbarhet. Eftersom direktionen är en kommitté bestående av sex

personer och inte en mekanisk matematisk modell så är det fullt möjligt att man fattar beslut om en och samma räntebana utifrån två olika prognosunderlag.

Ingves framhöll sedan att när det gäller makrotillsynen har man haft en diskussion en längre tid i Sverige. Därför ansåg han att det är bra att regeringen har annonserat att åtgärder är på väg. Men det är för tidigt att säga hur penningpolitiken kommer att påverkas av framtida åtgärder på detta område. Det är svårt att sätta siffror på den samlade effekten av olika slags makrotillsynsinstrument. Beslut om makrotillsynsåtgärder fattas *ex ante* för att undvika framtida instabilitet i det finansiella systemet. Det målet är svårare att i förväg kvantifiera än inflationsmålet. I dagsläget, eftersom hushållens skulder är i fokus, syftar olika makrotillsynsåtgärder till att på ett eller annat sätt påverka hushållens lånekostnader utan att motsvarande sker i företagssektorn.

Makrotillsynsåtgärder syftar dessutom till att dämpa den finansiella cykeln som är betydligt längre än den traditionella konjunkturcykeln. Beräkningar av effekten av makrotillsyn på inflation och resursutnyttjande kommer alltid att vara genuint svåra. Även efter införandet av makrotillsynsinstrument kvarstår avvägningar för penningpolitiken. Ingves drog därför slutsatsen att fram till dess åtgärder är på plats och bedöms börja ge effekt kommer reporäntan att behöva vara högre än annars. Samspelet mellan makrotillsyn och penningpolitik blir en viktig fråga att återkomma till, vilket understryks av fördjupningsrutan om detta i utkastet till penningpolitisk rapport. Har man väl byggt upp en stor skuldstock tar det tid att vända trenden så skuldfrågeställningar lär vara aktuella under överskådlig tid.

Ingves avslutade med några ord om reporänteprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Han menade att det är svårt att argumentera för att nu sänka reporäntan och sedan höja snabbare i framtiden. Det är också svårt att motivera en räntesänkning mot bakgrund av den förväntade svenska räntedifferensen mot omvärlden. En uppskattad räntedifferens mot omvärlden på ett par års sikt varierar enligt Ingves alltför mycket för att vara användbar. Det beror bland annat på att det i dagsläget är svårt att bedöma effekten av eventuellt nedtrappade tillgångsköp i USA i kombination med en banksektor som fortfarande inte fungerar inom euroområdet. Riksbanken gör därför en växelkursprognos som inte slaviskt följer den framtida uppskattade räntedifferensen.

Enligt Ingves är räntebanan väl avvägd givet den svenska konjunktur- och inflationsprognosen. Som han tidigare noterade är varslen nu nere på nivåer som brukar råda i goda tider. Ändå är arbetslösheten hög, vilket enligt Ingves i stor utsträckning förefaller bero på strukturella faktorer. Matchningen mellan arbetsökande och lediga jobb har försämrats under senare år. Arbetskraften består också i högre grad av grupper som står längre från arbetsmarknaden än tidigare. Mot denna bakgrund drog Ingves slutsatsen att det i mångt och mycket handlar om strukturproblem på arbetsmarknaden som penningpolitiken inte kan åtgärda.

Vice riksbankschef **Per Jansson** kommenterade Flodéns ståndpunkt att det i det interna underlaget kring riskerna med hushållens skulder och penningpolitiken inte fanns något som talade för att hålla räntan hög. Jansson inledde med att hålla med af Jochnick som påpekade att räntan faktiskt inte är hög. Reporäntan uppgår just nu till 1 procent och planen är att ha en negativ real reporänta till och med början av 2015. Dessutom påängterade Jansson att det inte bara finns osäkerhet kring hur penningpolitiken påverkar hushållens skulder och riskerna förknippade med detta. Det finns också en betydande osäkerhet kring hur penningpolitiken påverkar arbetsmarknaden och inflationen. Han ansåg att det också var relevant när man funderar över vad som är en lämplig penningpolitik att föra.

Vidare ville Jansson betona att arbetet med att analysera riskerna förknippade med hushållens skulder och hur detta hänger samman med penningpolitiken inte har nått så långt att det går att dra några entydiga slutsatser. En faktor som kan tala för att penningpolitiken spelar ganska stor roll är att en expansiv penningpolitik under en längre tid kan påverka hushållens ränteförväntningar, så att de blir orealistiskt låga. Om så skulle vara fallet, vilket också diskuteras i utkastet till penningpolitisk rapport, blir argumenten för att med penningpolitik motverka riskerna med hushållens höga skulder betydligt starkare.

Jansson kommenterade sedan Ekholms resonemang om att Skingsley och Jansson tycktes ha ett "tak" för reporäntebanan och att direktionsledamöterna verkar ha väldigt olika ansatser till hur de menar att penningpolitiken ska reagera på ny information. Jansson ville mot bakgrund av Ekholms kommentarer betona att han varit tydlig med att hans resonemang om att den nuvarande penningpolitiken kan ligga fast trots positiva överraskningar kring den ekonomiska utvecklingen är betingat på att riskerna förknippade med hushållens höga skulder inte ökar och kan hanteras. Om dessa risker inte ökar och kan hanteras faller argumentet att "luta sig mot vinden" bort och då blir det i alla fall för honom helt konsistent att penningpolitiken kan ligga fast även vid en något starkare ekonomisk utveckling. Detta sagt höll Jansson ändå med Ekholm om att det förefaller vara så att det finns en del grundläggande skillnader mellan hur aktivistiska direktionsledamöterna vill vara i räntepolitiken. Han misstänkte att det var en fråga som det finns anledning att återkomma till.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade frågan om räntedifferensen och växelkursprognosen och ville klargöra att hennes invändning handlar om att det i Riksbankens egen prognos nu ligger att en redan positiv räntedifferens successivt ökar till att i slutet av prognoshorisonten vara på en nivå som den inte har varit på sedan åren efter 90-talskrisen. Hon håller med Jansson om att det kan vara värdefullt att använda Ramses för att backa ut hur ändrade räntedifferenser har påverkat växelkursen bakåt i tiden. Men eftersom det i prognosen ligger räntedifferenser som man i princip inte har någon erfarenhet av under rådande penningpolitisk regim så kanske man inte ska

fövänta sig alltför mycket av en sådan analys. Alla tycks dock vara ense om att detta är ett område som det kan vara värt att studera närmare.

Ekholm hävdade vidare att det är viktigt för möjligheterna att utvärdera penningpolitiken att det klargörs vad det är man med penningpolitikens hjälp försöker uppnå när det gäller hushållens skuldsättning.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** kommenterade Ekholms inlägg angående skillnader mellan olika direktionsledamöters syn på sambandet mellan räntebanan och prognosförutsättningarna. Som Skingsley ser det finns det en korrelation mellan revideringar av makroprognosen och revideringar av räntebanan men den är inte hundraprocentig. Att återkommande finjustera räntebanan utifrån revideringar i makroprognosen ger en bild av att räntebanan är ett precist instrument som kraftfullt kan styra förväntningarna, och så stor tror hon inte att precisionen är.

Angående hennes frågor om hushållens skuldsättning och penningpolitikens användbarhet i detta avseende så noterade Skingsley vidare att Flodén har rätt i att Riksbankens beslutsunderlag pekat i olika riktningar. I fördjupningsrutan "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i den penningpolitiska rapporten från i juli i år, som redan omnämnts under dagens diskussion, konstaterar direktionen efter modellskattningar av det kortsiktiga sambandet mellan reporäntan och hushållens skuldsättning att effekterna i genomsnitt är relativt små. Men Skingsley ville betona att fördjupningsrutan också beskriver att effekterna på skuldsättningen blir betydande om hushållen överskattar hur länge reporäntan kommer att vara låg. Hon tyckte därför att det penningpolitiska beslutsfattandet inte bara kan utgå ifrån vad reporäntan gör för skuldsättningen i dag, vilket förmodligen är lite, utan också på vad som kan hända på sikt, där effekterna enligt forskningen blir större.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** ville utveckla och förtydliga vad han tycker apropå de frågor om hushållens skuldsättning som restes av Skingsley och som har tagits upp av flera andra i diskussionen.

Flodén noterade att ett par direktionsledamöter reagerade på att han i det tidigare inlägget sa att räntan hålls hög på grund av hushållens skuldsättning. Vad han menade är förstås att räntan hålls högre än vad den skulle göra om man bortsåg från risker kopplade till hushållens skuldsättning. Att så är fallet menade Flodén att alla i direktionen är helt överens om.

Apropå Skingsleys fråga om vid vilken nivå på hushållens skuldsättning som Ekholm och Flodén skulle börja oroa sig ville Flodén hävda att alla i direktionen uttryckt oro, kanske på lite olika sätt och i olika hög grad, för hushållens höga och stigande skuldsättning. Han har själv vid flera tillfällen, bland annat i sitt publicerade tal den 24 september, uttryckt sådan oro.

Enligt Flodén är en mer relevant fråga om och hur penningpolitiken genom reporäntan ska påverkas av den här oron för hushållens höga skuldsättning. Han menade att han tydligt uttryckt uppfattningen att penningpolitiken i princip ska ta hänsyn till finansiella risker och att en sådan hänsyn är förenlig med Riksbankens mandat. Detta gäller särskilt om de finansiella riskerna orsakas av penningpolitiken. Däremot håller han inte med om majoritetens slutsatser om hur penningpolitiken i praktiken ska ta denna hänsyn. Det beror ju på vilka effekter reporäntan har på de risker man oroas av.

Flodén påpekade vidare att han både i sitt tal och tidigare under dagens möte tog upp hushållens ränteförväntningar som en riskfaktor med relevans för dagens situation. Det är möjligt att en låg reporänta under en utdragen tidsperiod medför att hushållens förväntningar om det framtida ränteläget blir alltför låg och att detta i sin tur medför en omotiverad uppgång i bostadspriser och skuldsättning. Men om det här är källan till oron för hushållens höga skuldsättning menade han att det kan vara motiverat att på kort sikt föra en ännu mer expansiv penningpolitik för att säkerställa att konjunkturen tar fart och att inflationen börjar stiga mot målet. Då kan räntan snabbare höjas mot normala nivåer.

Apropå Skingsleys kommentar om hur man ska förhålla sig till beslutsunderlaget om hushållens skulder påpekade Flodén att direktionsledamöterna, i den penningpolitiska processen, får se en stor mängd underlag och analyser bland annat kopplade till finansiella risker. En del av dessa underlag tyder på att räntan bör hållas högre än om man bortsåg från sådana risker. Och en del av underlaget tyder på att räntan i praktiken bör sättas som om man bortsåg från dessa risker.

Flodén noterade vidare att flera direktionsledamöter under dagens diskussion hänvisat till den fördjupningsruta om finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen som ingick i den penningpolitiska rapporten i juli. Kopplat till den rutan pågår det i Riksbanken ett arbete med att analysera hur reporäntan påverkar hushållens skuldsättning och hur hushållens skuldsättning påverkar sannolikheten att det uppstår ett "ofördelaktigt makroekonomiskt scenario" eller med andra ord en kris kopplad till den höga skuldsättningen. Den här analysen är under utveckling och därför förknippad med ett antal osäkerhetsfaktorer. Analysen baseras på empiriska skattningar från tidigare episoder med skulduppbyggnad och finansiella kriser. Eftersom det finns begränsad erfarenhet och data kring sådana episoder kommer analysen med nödvändighet att vara förknippad med stor osäkerhet även när den är mer färdig. Man kan därför välja att lägga mer eller mindre vikt vid sådan analys. Men Flodén menade att det analysunderlag direktionen hittills har sett tyder på att reporäntan har en liten effekt på hushållens skuldsättning och att en liten uppgång i hushållens skuldsättning har en liten effekt på risken att en kris uppstår. När dessa små effekter vägs mot önskan att stabilisera inflationen kring två procent och uppnå ett balanserat resursutnyttjande framstår det för honom som tydligt att en mer expansiv penningpolitik, det vill säga en lägre ränta idag, skulle ge en bättre måluppfyllelse.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** höll med Flodén om att det är viktigt att komma vidare med beslutsunderlaget för att väga eventuella fördelar med att hålla uppe räntan för att dämpa ökningen av hushållens skulder mot kostnaderna i termer av sämre måluppfyllelse när det gäller inflation och resursutnyttjande under prognoshorisonten. Hon tyckte att det är otillfredsställande att i det underlag som presenteras bara kunna se kostnaderna i termer av inflation under målet och högre arbetslöshet utan att ha någon uppfattning om storleksordningen på det som är uppsidan. Men hon ansåg samtidigt att detta underlag måste processas tills det når en punkt där avdelningen för penningpolitik bedömer att det är ordentligt kvalitets säkrat. Tills dess är det inget som hindrar att de enskilda direktionsledamöterna förklarar hur de bedömer storleksordningen på vinsterna. Som framgått av vad hon sagt tidigare tror hon själv inte att penningpolitiken kan påverka skuldsättningen särskilt mycket, åtminstone inte utan att riskera stora kostnader i termer av en sämre makroekonomisk utveckling. Den slutsatsen tyckte hon stöds av de analyser som hittills har gjorts på Riksbanken.

När det gäller hur skuldsättningen påverkar sannolikheten för ett negativt makrosenario med fallande huspriser och minskad konsumtionstillväxt så menade Ekholm att det är osäkert. Skuldsättningen är i dagsläget hög, men samtidigt finns det ett antal aspekter av svensk ekonomi som gör att Sverige skiljer sig från de länder som genomgått sådana episoder. Sparandet är högt, bostadsbyggandet är lågt och dessutom finns ett stort överskott i bytesbalansen. Det typiska mönstret före en krasch på bostadsmarknaden är att sparandet är lågt, att prisökningar på fastigheter har lett till en boom inom byggsektorn och att det råder underskott i bytesbalansen.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen. Han konstaterade inledningsvis att direktionen är enig om den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som tecknas i den penningpolitiska rapporten.

Den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden har sedan en tid varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser. BNP-tillväxten i Sverige var svagare än förväntat första halvåret men väntas ta fart mer påtagligt nästa år, mot bakgrund av såväl en förbättrad omvärldskonjunktur som en starkare inhemsk efterfrågan. Arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras och nästa år väntas en mer påtaglig uppgång i sysselsättningen.

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. Skuldsättningen hos svenska hushåll fortsätter att vara hög, både i ett historiskt och internationellt perspektiv, vilket gör ekonomin sårbar för störningar.

Förutsättningarna för en konjunkturuppgång bedöms som goda men det finns också orosmoln, till exempel budgetproblematiken i USA, effekten av en normalisering av den amerikanska penningpolitiken på resten av världen och hanteringen av problemen inom banksektorn i euroområdet.

Mot bakgrund av den låga inflationen och för att stödja konjunkturuppgången var direktionen enig om att penningpolitiken behövde 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 ha tagit fart och inflationen stiga, varpå räntan kan börja höjas mot en mer normal nivå. En räntesänkning nu skulle visserligen kunna föra inflationen något snabbare tillbaka till 2 procent men skulle också kunna öka de makroekonomiska riskerna med hushållens höga skuldsättning. En majoritet ansåg att en oförändrad reporänta det närmaste året var en lämplig avvägning mellan behovet av kortsiktig stimulans för att inflationen ska stiga mot målet och ett hänsynstagande till de risker som hänger samman med hushållens skuldsättning.

Två ledamöter förordade en sänkning av räntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent för att föra inflationen snabbare till målet. Dessa ledamöter bedömde att en sådan räntesänkning skulle ha liten effekt på risker som hänger samman med hushållens skuldsättning. De förespråkade sedan något olika höjningstakter.

Samtliga ledamöter var överens om att när väl åtgärder vidtagits inom makrotillsynen kommer förutsättningarna för penningpolitiken att påverkas. Det finns dock lite olika syn på i vilken mån makrotillsynsåtgärder redan kommit på plats och hur omfattande de till slut kommer att bli.

På mötet diskuterades också räntedifferensen mellan den svenska reporäntan och omvärldens styrräntor, realräntan och vilken typ av underlag man behöver för en bra analys av skuldsättningen. En diskussion om räntebanans koppling till ny information föranleddes av att två ledamöter argumenterade för att räntebanan inte nödvändigtvis skulle behöva ändras även om ekonomin skulle utveckla sig bättre än i huvudscenariot.

## **§4. Penningpolitiskt beslut**

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 24 oktober 2013 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,00 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 30 oktober 2013,
- att torsdagen den 24 oktober 2013 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 6 november 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 tredje kvartalet 2014 för att successivt höjas till ungefär 2,4 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, att reporäntan ligger kvar på den nivån till och med tredje kvartalet 2014 och att reporäntan från fjärde kvartalet 2014 höjs snabbt mot räntebanan i den penningpolitiska rapportens huvudscenario. Mer precist förespråkade han den lägre räntebana som visas i diagram 2:17 i utkastet till penningpolitisk rapport. 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 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](http://www.riksbank.se)

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

E-mail: [registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)