



Penningpolitiskt protokoll

FEBRUARI 2014

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 12 februari beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent och att inte ändra prognosen för reporäntebanan jämfört med beslutstillfället i december.

Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Konjunktur- och inflationsutsikterna i både Sverige och omvärlden är väl i linje med bedömningarna i den penningpolitiska uppföljningen i december. Efter drygt ett år med svag BNP-tillväxt ser utsikterna goda ut för 2014. Omvärldskonjunkturen stärks, förtroendet hos svenska hushåll och företag är högre än normalt och sysselsättningen stiger. Under året väntas BNP-tillväxten ta fart och i slutet av året har arbetsmarknaden förbättrats ganska påtagligt.

Trots en starkare konjunktur bedöms inflationen vara fortsatt låg det närmaste året. Men när efterfrågan stiger, dels i omvärlden, dels i Sverige, ökar inflationstrycket successivt och under 2015 bedöms KPIF-inflationen nå 2 procent. Det låga inflationstrycket motiverar att penningpolitiken är fortsatt expansiv. Samtidigt är skuldsättningen hos svenska hushåll fortfarande hög och bedöms växa ytterligare något under prognosperioden, vilket fortsätter att utgöra en risk för en långsiktigt hållbar utveckling. För att minska riskerna med skuldsättningen behöver flera politikområden hjälpas åt.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket ansåg samtliga direktionsledamöter att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 0,75 procent tills återhämtningen står på fastare mark och inflationen tar fart. Enligt prognosen är det lämpligt att långsamt börja höja reporäntan i början av 2015. Penningpolitiken bidrar på så vis till att KPIF-inflationen når 2 procent under 2015.

På mötet diskuterades behovet av ytterligare analys av det låga inflationstrycket och att penningpolitiken behöver anpassas om inflationen skulle utvecklas svagare än i prognosen. I samband med det diskuterades även effekter av växelkursen på inflationen. Diskussionen berörde också aspekter av att bedriva penningpolitik i en liten öppen ekonomi med stora kapitalflöden, en stor export och import, samt en hög skuldsättning hos hushållen. Behovet av att implementera makrotillsynsåtgärder betonades. Dessutom diskuterades globala risker för den ekonomiska utvecklingen som hänger samman med finansiell oro på grund av obalanser i vissa tillväxtekonomier.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2014-02-12

MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

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

Hanna Armelius
Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Kerstin Hallsten
Mia Holmfeldt (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson
Lisa Marklund (§ 1)
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Bengt Pettersson
Marcus Pettersson (§ 1)
Maria Sjödin
Ulf Söderström
David Vestin
Anders Vredin
Fredrik Wallin (§ 1)

Det antecknades att Hanna Armelius och Bengt Pettersson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 3 och 4.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Fredrik Wallin från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har utvecklingen präglats av en oro över den ekonomiska utvecklingen i ett antal tillväxtekonomier. De senaste veckorna har oron dock avtagit och osäkerheten, mätt som volatiliteten på börserna och obligationsmarknaden i USA, har minskat. I takt med att osäkerheten har klingat av har också börserna stigit globalt. Den svenska kronan har stärkts i handelsviktade termer sedan i december. Analytiker tror att reporäntan och reporäntebanan lämnas oförändrade vid dagens möte. Dessa förväntningar kan också utläsas i såväl marknadsprissättning som enkätsvar.

Lisa Marklund från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde för den senaste utvecklingen i Sverige och USA vad gäller statsobligationsräntor, samt tillgång till finansiering, lönsamhet och kapitalrelationer för svenska banker.

Marianne Nessén, chef för 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 27 och 28 januari, samt den 3 februari. På ett möte med direktionen den 6 februari bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden har varit ungefär i linje med de prognoser Riksbanken gjorde i samband med föregående penningpolitiska beslut i december. Ny statistik sedan decembermötet stödjer bilden av en fortsatt gradvis återhämtning i den globala ekonomin även om förutsättningarna för en del tillväxtekonomier försämrats. Den valutaoro som uppstått har haft begränsade spridningseffekter på den övriga världsekonomin. Kronan har stärkts i handelsvägda termer medan räntor i Sverige för hushåll och företag har sjunkit en aning. Kredittillväxten är relativt oförändrad. Förväntningarna på den svenska penningpolitiken är relativt oförändrade jämfört med i december. Indikatorerna för den svenska ekonomin tyder på ett bättre stämningsläge än normalt. Näringslivets produktion och hushållens konsumtion var dock något svaga i december. Arbetslösheten var 7,9 procent under fjärde kvartalet, i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Arbetslösheten väntas i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport att sjunka mer markant först i slutet av innevarande år.

Prognosen för BNP-tillväxten i Sverige det fjärde kvartalet förra året är en aning nedreviderad, medan den är något uppreviderad för det första kvartalet i år. Prognosen för arbetslösheten är uppreviderad för de kommande åren då prognosen för arbetskraftsutbudet reviderats upp. Prognosen för hushållens skulder som andel av hushållens disponibla inkomster är uppreviderad. Inkomsterna väntas öka något

långsammare framöver och statistiken för skulderna 2013 har reviderats upp i Finansräkenskaperna.

Inflationen är fortsatt låg både i Sverige och internationellt. Utfallet för KPI i Sverige var i december något högre än väntat i prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Inflationsprognosen i närtid är därför något uppreviderad, medan prognosen för 2015 är något nedreviderad till följd av den förstärkning av kronan som skett. Mot bakgrund av en förväntad fortsatt starkt global konjunktur förutses BNP-tillväxten i Sverige ta mer fart. Ett ökat resursutnyttjande bidrar till att inflationen, mätt som KPIF, därmed ökar till 2 procent under 2015.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket behöver penningpolitiken enligt utkastet till penningpolitisk rapport vara fortsatt expansiv för att KPIF-inflationen ska stiga till 2 procent. Reporäntan bedöms ligga kvar på 0,75 procent i ungefär ett år. I början av 2015 förutses reporäntan höjas långsamt. Då har inflationen tagit fart och återhämtningen står på fastare mark. I början av 2017 uppgår reporäntan till 2,7 procent.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att påpeka att inkommande ekonomisk statistik huvudsakligen stödjer den prognos direktionen gjorde i samband med det penningpolitiska mötet i december. Han såg därför ingen anledning att ändra reporäntan vid dagens penningpolitiska möte. Han ställde sig alltså bakom beslutet att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade. Han ställde sig även bakom prognosen i övrigt för den ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den största avvikelser från prognosen i december är förmodligen kronans starka utveckling. Växelkursens utveckling medför att inflationsprognosen är lika låg som i december, trots att annan ny tillkommen information om den svenska ekonomins utveckling mestadels har varit positiv. Det här gjorde att han, liksom vid förra penningpolitiska mötet, tyckte att en sänkning av reporäntan till 0,50 procent var ett alternativ som måste övervägas.

En lägre ränta skulle medföra att KPIF-inflationen hamnar närmare inflationsmålet under de kommande åren. Men till skillnad från läget vid de penningpolitiska mötena för några kvartal sedan är det inte längre helt tydligt att en räntesänkning skulle medföra ett mer balanserat resursutnyttjande framöver, vilket bland annat framgår av Diagram 2:14 och 2:18 i utkastet till penningpolitisk rapport. De goda förutsättningar som redan är på plats för en konjunkturåterhämtning tyder på att det är fel läge att göra penningpolitiken än mer expansiv.

Flodén påminde om att han vid tidigare tillfällen menat att de senaste årens låga inflation gör att det blir allt viktigare att säkerställa att inflationen inte fastnar långt under målet på

två procent. Därför bör penningpolitiken möjligen utformas med ett extra fokus just på att undvika låg inflation. Utifrån ett sådant resonemang kan man finna argument för en räntesänkning i dag trots att direktionen förväntar sig en god konjunkturutveckling framöver.

För Flodén framstod ändå en oförändrad reporänta som det mest lämpliga beslutet. Men han påpekade att, liksom vid förra mötet, behövs det inte mycket ny negativ information för att han ska förespråka en räntesänkning vid nästa penningpolitiska möte. Med negativ information menade han i första hand information som medför att prognosen för den framtida inflationen blir lägre.

Avslutningsvis ville han kommentera reporäntebeslutets och reporäntebanans förhållande till de risker som är förknippade med hushållens skuldsättning. I utkastet till penningpolitisk rapport skrivs det att reporäntebanan tar hänsyn till sådana risker. Enligt Flodén kan penningpolitiken inte under en lång tidsperiod ta sådan hänsyn, åtminstone inte om det innebär att inflationen avviker från målet under många år. Andra verktyg eller åtgärder än reporäntan måste då användas för att motverka att en oroande hög skuldsättning uppstår. Eftersom han ställde sig bakom räntebeslutet och den räntebana som presenterades i utkastet till penningpolitisk rapport menade han alltså att räntebanan i rapportutkastet kan ses som välavvägd även om man inte låter penningpolitiken påverkas av risker förknippade med hushållens skuldsättning.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställde sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen, antagandena och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har den ekonomiska återhämtningen fortsatt ungefär som väntat. En internationell osäkerhetsfaktor som tilltagit sedan det penningpolitiska mötet i december är den finansiella turbulens som uppstått i samband med utvecklingen i några tillväxtekonomier. Valutafall och ränterörelser innebär naturligtvis konsekvenser för flera av dessa länder, men hittillsvarande utveckling gör det rimligt att anta det inte påverkar svensk ekonomi i någon större utsträckning.

Skingsley övergick därför till att prata om den svenska ekonomin. Förtroendeindikatorer hos företag och hushåll förbättras överlag. Hon tog särskilt fasta på att Riksbankens egna företagsintervjuer visar att företagen anser att konjunkturriskerna har minskat betydligt i de senaste mätningarna, vilket bör bidra positivt till tillväxtförutsättningarna framöver.

I Sverige fortsätter hushållen att fungera som draglok i ekonomin, men även en gradvis förbättrad utveckling internationellt bidrar till bättre förutsättningar för den svenska ekonomin. Exportmarknadstillväxten, det vill säga importefterfrågan i de viktigaste svenska exportländerna, har vänt upp igen, och framöver bör den svenska exporten ta mer fart.

Skingsley konstaterade vidare att industriproduktionens nedgång ser ut att ha bottnat och trenden pekar i någon mån upp igen. Men det handlar om en rörelse från svaga nivåer. På arbetsmarknaden indikerar mätningarna över företagens anställningsplaner blandade, men i huvudsak positiva, tendenser för arbetsmarknaden. Antalet varsel ligger fortsatt lågt och antalet nyanmälda lediga platser är på ganska höga nivåer i ett svenskt perspektiv.

Hon ville poängtera att samtliga omständigheter som hon hade tagit upp i sitt inlägg gällande konjunkturförloppet ligger inom ramarna för vad som förväntades i prognosen för den ekonomiska utvecklingen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Hon bedömde därför att riskbilden kring prognosen var väl i balans i utkastet till penningpolitisk rapport. Eftersom inflationen varit låg under en tid är det betydelsefullt att med penningpolitiken stödja konjunkturåterhämtningen och verka för en inflation i linje med inflationsmålet. Reporäntebanan är låg under lång tid i syfte att nå inflationsmålet inom en tvåårsperiod.

I utkastet till penningpolitisk rapport har det gjorts en prognosrevidering av den handelsvägda kronkursen enligt det handelsvägda KIX-indexet. Till skillnad från prognosen i december, då en viss kronförsvagning förväntades följa på räntesänkningen då och den nedreviderade räntebanan, har kronan istället stärkts. Skingsley anser att det kunde tjäna som en illustration över att det finns svårigheter för en liten öppen ekonomi som den svenska att med penningpolitik åstadkomma några större effekter på växelkursen. I inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport görs en marginell nedrevidering av förloppet om ett år. Hon menade att det skulle kunna vara ett skäl för att justera ned reporäntebanan med några räntepunkter, men hon landade ändå i bedömningen att prognosrevideringen av inflationen var för liten för att det skulle vara aktuellt med en ytterligare justering av reporäntebanan.

Skingsley betonade i det sammanhanget att hon tyckte att det var viktigt att gå vidare med analysen om orsaker till den låga inflationen. Hon anser att den låga inflationen inte enbart kan betraktas som ett uttryck för låg efterfrågan. De svenska hushållens konsumtionstillväxt är hög och det sker få varsel bland företagen, företagens sysselsättningsplaner pekar uppåt och antalet nya lediga jobb stiger. Skälen till den låga inflationen måste därför sökas i ett bredare perspektiv. Att en del stora ekonomier i omvärlden fortfarande har låg efterfrågan som ett resultat av finanskrisen medverkar till att det globala pristrycket är lågt. Men det finns anledning att fördjupa analysen även kring de svenska förhållandena. Skingsley betonade att hon vid det penningpolitiska mötet i december tog upp hypotesen om en mer flexibel utbudssida av tjänsteproduktionen och att även tjänster, i likhet med varor, har ett växande inslag av internationella bestämningsfaktorer, som en förklaring till den låga inflationen. Hon anser att det är viktigt att fördjupa analysen om varför inflationen är så låg. Särskilt gäller detta

företagens prissättningsförmåga. Riksbanken har tidigare gjort landvinningar på det här analysområdet och hon tyckte att det vore lämpligt med en uppdatering.

Skingsley påminde om att i Riksbankens uppdrag som centralbank ingår att, utan att åsidosätta inflationsmålet, stödja de allmänna målen för den ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Med anledning av direktionens ansvar för att medverka till en långsiktigt hållbar ekonomisk utveckling är det välkommet med publiceringar av analyser kring risker förknippade med hushållens balansräkningar och penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning. Skingsley konstaterade att det, utifrån analysen i fördjupningsrutan i utkastet till penningpolitisk rapport, finns ett samband mellan räntenivån och skulder. Nästa steg är att utröna hur mycket det i sin tur kan påverka riskerna för ogynnsamma utfall i framtiden, och kostnaderna vid en finansiell kris.

Skingsley välkomnade arbetet i stabilitetsrådet och det möte som nyligen hållits där representanter för Riksbanken, Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksgälden diskuterat frågor som rör den finansiella stabiliteten. Det pågår ett arbete kring att implementera ett internationellt regelverk för makrotillsynsindikatorer och verktyg. För Sverige tillkommer också utmaningen att samtidigt fortsätta det mer operativa arbetet med att analysera och utveckla åtgärder för att undvika de risker som hushållens skuldsättning för med sig och för att upprätthålla en långsiktigt hållbar samhällsekonomi.

Det saknas inte utmaningar i detta arbete, vare sig internationellt eller nationellt. De utvecklade makrotillsynsverktygen är överlag oprövade, och ett omfattande internationellt regelverk kommer därutöver att innebära villkor för de svenska åtgärderna. Men det finns också rent inhemska utmaningar. Hon nämnde svårigheterna att nå samsyn dels om omfattningen på problemen, dels om vilka åtgärder som är de mest lämpliga. Men Skingsley menade att det är positivt att arbetet fortskrider, att ansvarsfördelningen mellan myndigheterna tydliggörs och att ståndpunkter kan redovisas i publicerade protokoll.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon delade bilden i utkastet till penningpolitisk rapport att konjunkturutsikterna i stort sett var oförändrade jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december. Hon konstaterade att det inte hade inkommit någon information som ger en väsentligt annorlunda konjunkturbild än den direktionen hade i december. Framåtblickande indikatorer för den svenska ekonomin är förhållandevis starka och pekar på en tydlig återhämtning, medan faktiska utfallsdata fortfarande är lite av en besvikelse. Industriproduktionen verkar ha varit i princip oförändrad under fjärde kvartalet 2013 och, som nämndes av Marianne Nessén, har tjänsteproduktionen kommit in svagare än väntat. Inflationssiffrorna för december kom visserligen in på marginalen lite högre än väntat, men det ändrar inte bilden av ett mycket lågt inflationstryck. Kronan har stärkts sedan det penningpolitiska mötet i

december, vilket inte låg i prognosen och är något som håller tillbaka inflationen genom lägre importpriser.

För en centralbank med ett inflationsmål är förstås den låga inflationen besvärande. Med ett stigande resursutnyttjande framöver så bör visserligen inflationstakten bli högre så småningom. Men eftersom inflationen i omvärlden väntas vara förhållandevis låg framöver – framför allt gäller detta euroområdet – så vill det till att det inhemska resursutnyttjandet stiger så pass mycket att det verkligen driver upp ökningstakten i löner och priser för att vi ska nå en inflationstakt på 2 procent. Det förutsätter också att växelkursen inte stärks på ett varaktigt sätt mer än vad som ligger i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

Ekholm menade att den låga inflationen hade kommit att bli något av en riskfaktor som hon trodde behövde beaktas ur det perspektivet i det penningpolitiska beslutet. Att få upp inflationen någorlunda snabbt mot målet är viktigt för att behålla trovärdigheten för inflationsmålet. Det är också viktigt att undvika risken att en oförutsedd negativ utveckling när det gäller konjunkturen eller att en oförutsedd förstärkning av kronan trycker ned inflationen till en nivå där den faktiskt leder till betydande realekonomiska kostnader. I ett läge där hushållens skuldnivåer är höga behövs en del inflation för att minska det reala värdet på skulderna och få ned skuldernas nivå i förhållande till disponibla inkomster. Att få upp inflationen mot målet är därför viktigt också för att motverka finansiella obalanser kopplade till hushållens skuldsättning.

För dagens beslut gäller det att ta ställning till om förslaget på en oförändrad reporänta och en oförändrad reporäntebana räcker för att få upp inflationen mot 2 procent tillräckligt snabbt för att hantera dessa risker. Ekholm ansåg att så var fallet i december när direktionen sänkte räntebanan till den som nu föreslås vara oförändrad. Eftersom konjunkturutsikterna inte har ändrats nämnvärt finns det inte några uppenbara skäl till att tycka något annat idag. Samtidigt poängterade hon att hon då var tydlig med att hon tyckte att det i princip fanns skäl till en ännu större räntesänkning. Så alternativet med en lägre ränta och ännu lägre räntebana behöver, enligt Ekholm, ändå fortfarande övervägas noga.

Av analysen av alternativa räntebanor i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport kan man dra slutsatsen att en sänkt reporänta skulle utgöra en mer välavvägd penningpolitik i bemärkelsen att den bättre skulle stabilisera KPIF-inflationen runt 2 procent och resursutnyttjandet runt en långsiktigt hållbar nivå. Resursutnyttjandet med andra mått än arbetslösheten tenderar visserligen att bli "för" starkt med en lägre reporänta mot slutet av prognoshorizonten, men hennes uppfattning var att det inte finns någon risk för överhettning av svensk ekonomi och att en lägre ränta därför kan väntas ge bättre måluppfyllelse eftersom det bör leda till att inflationen kommer upp snabbare.

Trots detta ställde hon sig ändå bakom förslaget till oförändrad reporänta vid dagens möte. Hon påpekade att för att hon skulle vilja förespråka en ytterligare räntesänkning i ett läge där ekonomin är på väg att återhämta sig skulle det behöva komma information som ledde till en ytterligare nedrevidering av inflationstrycket. Något sådant har egentligen inte skett mellan december och nu, även om den starkare kronkursen har lett till en marginell nedrevidering av inflationsprognosen längre fram. Men om det visar sig framöver att inflationen blir tydligt lägre eller kronkursen betydligt starkare än vad som ligger i prognosen så menade hon att hon med stor sannolikhet kommer att förespråka ytterligare sänkningar av reporäntan.

Särskilt växelkursen är en kritisk del av prognosen, eftersom trendmässiga rörelser i den kan få stort genomslag på inflationen. Under den senaste tiden har det enligt Ekholms uppfattning funnits en spänning mellan reporäntebanan och växelkursprognosen. Reporäntebanan har implicerat en betydligt större räntedifferens gentemot omvärlden under senare delen av prognosen än vad som förväntas på marknaden, och hon hade svårt att tro att en stor ökning av räntedifferensen som är oförväntad skulle kunna gå hand i hand med en växelkurs som inte ändras så mycket. Med den nedrevidering av räntebanan som gjordes i december har denna spänning minskat något, men den finns fortfarande kvar. Skillnaden mellan Riksbankens prognosticerade räntedifferens gentemot omvärlden och marknadsförväntningarna utifrån implicita terminräntor har minskat med någon eller ett par tiondels procentenheter, men är fortfarande ganska stor. Hon menade att det inte i första hand handlar om att implicita terminräntor är allmänt nedtryckta utan om att marknadsaktörer utgår ifrån att den svenska styrräntan inte kan skilja sig särskilt mycket från utlandets, troligtvis för att det väntas ge upphov till rörelser i kronan som inte är förenliga med en rimlig måluppfyllelse.

Ekholms bedömning var, liksom i december, att reporäntebanan fortfarande är något för brant för att vara realistisk. Samtidigt bedömde hon det inte heller som realistiskt att tro att reporäntan skulle vara väsentligt lägre än de 2,7 procent som banan nu slutar på i början av 2017 om prognosen står sig och KPIF-inflationen då ligger på 2 procent och arbetslösheten på knappt 6,5 procent. Hon skulle helst vilja kapa några tiondelar på räntebanans slutpunkt, men liksom i december bedömde hon att den skillnaden i uppfattning är för liten för att motivera en reservation. Därför ställde hon sig också bakom själva reporäntebanan även denna gång.

Avslutningsvis ville Ekholm kommentera det som sagts när det gäller hur hushållens skuldsättning bör beaktas vid dagens penningpolitiska beslut. Hon tydliggjorde att hon anser att penningpolitiken inte ska användas för att hantera eventuella risker förknippade med hushållens skuldsättning i ett läge där inflationen är under målet och har varit så en ganska lång tid. Att hålla uppe räntan för att dämpa skuldutvecklingen i en sådan situation menade hon riskerar att underminera förtroendet för inflationsmålet. Beskrivningen av detta som en avvägning mellan att uppfylla inflationsmålet på kort och

lång sikt trodde hon inte riktigt på. Ekholm menade att det handlar om att inrikta penningpolitiken mer eller mindre tydligt på att uppfylla inflationsmålet och att det finns ett potentiellt högt pris att betala för att göra det på ett mindre tydligt sätt. Att bedriva ett slags "leaning-against-the-wind"-politik kan nog låta sig göras utan negativa konsekvenser om inflationen är någorlunda stabiliserad vid målet. Men om den ligger avsevärt under målet så blir det tydligt för omvärlden att penningpolitiken inte inriktas på att snabbt föra tillbaka inflationen till målet och det skadar inflationsmålets trovärdighet. Då kan det bli svårt att stabilisera inflationen kring målet på både kort och lång sikt.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att han står bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. De prognosrevideringar som nu görs är relativt små. Och riskbilden kring hushållens skulder bedöms också vara ungefär densamma som i december. Därmed fullföljs också den penningpolitiska planen från i december att nu lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent och sikta på att långsamt börja höja räntan i början av 2015.

Jansson menade att med mycket små förändringar i prognos, risker och penningpolitik ger det penningpolitiska mötet idag en möjlighet att lyfta några frågor av lite mer principiell karaktär. I takt med att tidpunkten för den första räntehöjningen rycker närmare blir det allt viktigare att vara tydlig med vilka villkor och omständigheter som behöver vara uppfyllda för att detta steg ska kunna tas. Reporäntebanan och de ekonomiska bedömningarna i utkastet till penningpolitisk rapport ger förstås en hel del information när det gäller den här typen av vägledning. Men Jansson påpekade att informationen i utkastet till penningpolitisk rapport ändå utgör en kompromiss och därför inte perfekt speglar de enskilda direktionsledamöternas preferenser. Han ville därför ta detta tillfälle i akt för att tydliggöra hur han själv såg på ekonomins tillstånd vid tidpunkten då det kommer att vara lämpligt att börja höja reporäntan.

Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är betingad på att reporäntan försiktigt börjar höjas första kvartalet 2015. KPIF-inflationen väntas då uppgå till cirka 1,6 procent och vara tydligt på väg uppåt. BNP-tillväxten har samtidigt varit hög i drygt ett år och ökar med cirka 3,5 procent i uppräknad årstakt första kvartalet 2015. Arbetslösheten har fallit en del och ligger på cirka 7,5 procent i säsongsrensade termer.

Jansson framhöll att han för egen del i det här sammanhanget främst kommer att sätta fokus på inflationsutvecklingen. Mer precist betonade han att han inte kommer att rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent. Och om ytterligare framsteg görs för att hantera riskerna med hushållens skulder kunde han tänka sig att rösta för en oförändrad reporänta på dagens låga nivå även med en KPIF-inflation en bra bit högre än 1,5 procent.

Inflationen har nu varit klart lägre än 2 procent i över två år, fortsatte Jansson. Ju längre denna tidsperiod med mycket låg inflation består, desto mer angeläget blir det att verka

för en stigande inflation. Jansson ville vara tydlig med att detta för honom kommer att vara den överordnade prioriteringen i det penningpolitiska arbetet under det närmaste året. Mot den bakgrunden bedömde han det också som nödvändigt att överväga ytterligare räntesänkningar om inte den väntade inflationsuppgången inträffar.

Att precisera tillståndet i realekonomin i samband med den första räntehöjningen är enligt Jansson betydligt svårare. Erfarenheterna med "forward guidance" i termer av specifika siffror för arbetslösheten i både USA och Storbritannien understryker att det är mycket svårt att göra starka kopplingar mellan enskilda realekonomiska indikatorer och räntesättningen. Om tillväxten ökar och arbetslösheten faller rycker så klart, allt annat lika, tidpunkten för en räntehöjning närmare; och tvärtom om tillväxten minskar och arbetslösheten stiger. Men att göra mer precisa uttalanden i termer av konkreta nivåer för någon real variabel tyckte han att man gör klokt i att vara försiktig med.

Med en penningpolitik som i högre grad måste prioritera den kortsiktiga inflationsutvecklingen läggs förstås ett större ansvar på andra politikområden när det gäller att hantera riskerna med hushållens höga och växande skulder. Till bilden hör att Riksbankens behov av att i större utsträckning prioritera kortsiktiga stimulanser i sig leder till en ökad skuldsättning bland hushållen. Som Riksbanken har betonat många gånger tidigare, och även gör i detta utkast till penningpolitisk rapport, är det också möjligt att hushållens ränteförväntningar i alltför hög grad påverkas av det för stunden mycket låga ränteläget. I så fall underskattar hushållen storleken på sina framtida ränteutgifter och detta kan så småningom få ganska påtagliga negativa konsekvenser för konsumtionen och makroekonomin i stort.¹

Jansson menade att ett problem när det gäller att vidta åtgärder för att hantera finansiella obalanser är att det är mycket svårt att veta när obalanserna blivit så stora att något måste göras. Det finns inga siffersatta mål på området, och att avgöra när en viss avvikelse börjat bli onormal är allt annat än enkelt. Relevant i sammanhaget är också att man knappast som beslutsfattare inom detta område kommer att vinna en popularitetstävling.² Allt det här riskerar att leda till att det uppstår det som på engelska kallas "inaction bias", där man väntar alltför länge innan man vidtar åtgärder.

Jansson påpekade att det var lättare sagt än gjort att undvika en sådan "inaction bias". Men man kanske kan röra sig en bit i rätt riktning om man ger upp tanken på att det handlar om att nå en viss specifik punkt i utvecklingen för att det ska vara motiverat att vidta åtgärder. Ett alternativt synsätt sätter fokus på riskindikatorer och betydelsen av att gradvis agera i takt med att dessa indikatorer ger vid handen att risknivåerna stiger. Det

¹ Se fördjupningsrutan "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning", sid 43 i utkastet till penningpolitisk rapport, för en diskussion av hur förändringar av reporäntan kan påverka hushållens skulder.

² För ett utförligare resonemang om detta se Per Jansson (2013), "Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter", tal vid SvD Bank Summit, Stockholm.

handlar då inte om att man ska nå en viss punkt i utvecklingen där det är dags att göra något, utan om en process där åtgärder successivt sätts in i takt med att riskbilden förvärras.³

Ser man den svenska situationen med hushållens höga och växande skulder genom dessa glasögon blir det lättare att förstå att man kan uppleva att det finns ett behov av att vidta ytterligare åtgärder för att dämpa riskerna. För hela befolkningen ligger skuldkvoten nu som bekant på drygt 170 procent. Det är högt i både ett historiskt och internationellt perspektiv. Och i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport fortsätter skuldkvoten att klättra uppåt. Enligt Riksbankens nya bankdata⁴ är dessutom den genomsnittliga skuldkvoten för skuldsatta betydligt högre, en bra bit över 300 procent. En stigande skuldkvot för med sig att hushållen blir allt mer sårbara då deras likviditetsmarginaler blir allt mindre. Om ett sådant förlopp tillåts fortgå är det egentligen bara en tidsfråga innan en ogynnsam störning utlöser ett behov bland hushållen av att dra ner på sina skulder. Och ju högre skuldkvoten har hunnit bli, desto mindre behöver störningen som utlöser den negativa anpassningen vara, och desto större hotar den nödvändiga skuldkonsolideringen att bli. Följden kan bli ett betydande konsumtionsfall inom hushållssektorn och en kraftig arbetslöshetsuppgång, menade Jansson.

Jansson avslutade med att säga att han mot den här bakgrunden är av uppfattningen att man i Sverige under detta år bör sikta på att vidta eller annonsera ytterligare åtgärder för att dämpa riskerna med hushållens skulder. Att analysera vilka åtgärder som är mest effektiva och ta fram en lämplig implementeringsplan för dessa bör vara en högt prioriterad uppgift för det nya stabilitetsrådet och Finansinspektionen.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att även han delar synen på utvecklingen av den internationella ekonomin och den svenska ekonomin som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ställer sig också bakom förslaget till att hålla reporäntan oförändrad och den reporäntebana som ligger till grund för resten av prognosen.

Han gjorde en tillbakablick till sommaren 2013, när diskussionen om konsekvensen av att den amerikanska centralbankens (Federal Reserve) kommande nedtrappning av tillgångsköp (tapering) började stå i fokus i omvärldsanalysen. I prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli förutsågs att svensk ekonomi var på väg mot en återhämtning och så verkar det också bli. Prognosen för BNP-tillväxten i de för Sverige viktigaste handelsländerna (den så kallade KIX-sammanvägningen) som gjordes då har

³ Michael Woodford (2012), "Inflation targeting and financial stability", Penning- och valutapolitik 2012:1, utgår från en variant av detta synsätt när han argumenterar för att det är både möjligt och lämpligt att ta hänsyn till finansiella obalanser i penningpolitiken.

⁴ Detta avser kreditdata från de åtta största bankerna, som Riksbanken samlat in via UC under 2013.

stått sig ganska bra. Men inflationen bedöms nu bli mer dämpad i euroområdet och i USA än vad som förväntades i juliprognosen.

Nu bedöms BNP-tillväxten i USA bli fortsatt hög och i euroområdet väntas en återhämtning de närmaste åren. I Europa fortsätter också arbetet med att förbättra konkurrenskraften och hantera höga statskulder och svaga banker.

I Sverige tyder indikatorer på att BNP-tillväxten 2013 blev något lägre än vad som förväntades i prognosen i juli 2013, medan sysselsättningen har utvecklats något starkare än prognosen. Realekonomin har börjat vända upp i Sverige. Men som i en del andra länder har inflationen dämpats mer än vad som förväntades i juli. I utkastet till penningpolitisk rapport finns en fördjupningsruta som visar att det har varit en bred nedgång i inflationen. Riksbankens tolkning av detta är att det varit svårare än normalt för företagen att övervältra sina kostnadsökningar på hushållen.

Sedan en tid tillbaka är det ett delvis nytt läge i omvärlden eftersom den amerikanska centralbanken faktiskt har inlett nedtrappningen av de månatliga obligationsköpen. Det har bland annat bidragit till anpassningsproblem i vissa tillväxtländer. Många tillväxtländer har i dag större valutareserver än i samband med Asienkrisen 1997-1998. Men många tillväxtländer är också mer integrerade i den globala ekonomin och beroende av kapitalinflöden. Särskilt sårbara är länder med stora bytesbalansunderskott och/eller skulder i utländsk valuta. Samtidigt är bättre konjunkturutsikter i USA i grund och botten positivt för återhämtningen på många håll. Slutsatsen är att spridningseffekterna från den finansiella oron i ett antal tillväxtländer är begränsade så länge tillväxtförutsättningarna förbättras i de större utvecklade ekonomierna.

När det gäller prognosen för svensk ekonomi är konjunkturutsikterna ljusa. Indikatorerna för både företag och hushåll har utvecklats väl. Utgångspunkten i utkastet till den penningpolitiska rapporten är att det har skett en tydlig vändning uppåt i ekonomin. Men trots att ekonomin stärks inkluderar prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten en låg inflation det närmaste året. Reporäntan bedöms behöva vara låg tills inflationen börjar ta fart. Men de långsiktiga riskerna till följd av hushållens skuldsättning finns kvar. Avvägningarna har på intet sätt försvunnit.

Osäkerheten om hur återhämtningen i den internationella ekonomin kommer att gestalta sig och hur den påverkar svensk ekonomi är sammantaget fortfarande stor. Det finns som alltid både uppåt- och nedåtrisker. Man bör ha i åtanke, avslutade Ingves sitt inlägg, att direktionen inför kommande penningpolitiska beslut måste vara beredd på att bedömningen kan se annorlunda ut än idag. Men så här långt talar mycket för den återhämtning i ekonomin som beskrivs i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Prognosen är att efterfrågan utvecklas väl både utomlands och i Sverige.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar bedömningen av utvecklingen i omvärlden och i Sverige som görs i utkastet till

penningpolitisk rapport. Jämfört med den bedömning som direktionen gjorde i december i den penningpolitiska uppföljningen är skillnaderna små. Den nya information som kommit in efter mötet i december har varit väl i linje med decemberprognosen. Mot den bakgrunden stödjer hon förslaget att ligga kvar med reporäntan på 0,75 procent för att stimulera svensk ekonomi och för att föra inflationen mätt med KPIF tillbaka till 2 procent under 2015. Hon stödjer också förslaget att lämna reporäntebanan oförändrad.

af Jochnick ansåg att en central fråga på såväl global nivå som för Sverige är bedömningen av BNP-tillväxten under 2014 och 2015. Att efterfrågan på svenska varor och tjänster kommer igång är en nyckelfaktor för att svensk ekonomi ska kunna växa och för att inflationen så småningom ska nå upp till 2 procent igen. BNP-tillväxten i KIX-länderna, det vill säga länder med störst betydelse för svensk ekonomi, har under andra halvan av 2013 börjat återhämta sig ungefär som väntat. Särskilt i USA är utvecklingen positiv där BNP-tillväxten har varit relativt hög och väntas bli fortsatt hög framöver. Det är också bra att frågan om skuldtaket för den offentliga ekonomin verkar få sin lösning för åtminstone ett år framåt. Men återhämtningen i euroområdet går betydligt långsammare vilket varit väntat med tanke på de strukturella problem som verkat hämmande på utvecklingen. I euroområdet väntas tillväxttakten långsamt tillta i takt med att anpassningen fortsätter och förtroendet förbättras. Till det kommer att i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport förutses en tydlig återhämtning i Storbritannien och Danmark, samt dämpad men tilltagande tillväxt i Norge.

En annan faktor som skapar osäkerhet är effekterna av att penningpolitiken i stora valutaområden bedöms normaliseras under de kommande åren. Mot bakgrund av den höga graden av integration av de finansiella marknaderna är det viktigt att analysera utvecklingen och så långt som möjligt förstå vad som kan hända framöver. Det gäller särskilt konsekvenserna för vissa tillväxtländer. Flera tillväxtländers valutor har försvagats och volatiliteten har ökat som en reaktion på att Federal Reserve har påbörjat nedtrappningen av sina tillgångsköp. Det verkar dock inte vara generella problem som utlöst oron i vissa tillväxtländer, utan det finns flera olika typer av bakgrundsproblem i dessa länder som bidragit till valutaturbulensen. Vissa länder har levt över sina tillgångar en längre tid. Andra kämpar med efterverkningarna av finanskrisen. En tredje grupp har inhemska utmaningar av mer politisk karaktär som riskerar påverka den ekonomiska stabiliteten.

Sett ur svenskt perspektiv har vi hittills inte påverkats särskilt mycket. Det finns skäl att räkna med begränsade spridningseffekter av valutaoron i tillväxtländerna så länge återhämtningen fortsätter i utvecklade länder. Men analysen av vad som nu händer i utvecklingsländerna är komplex, menade af Jochnick. Det är viktigt att fortsätta att noga bevaka tillväxtländerna och deras effekter på den globala tillväxten framöver.

När det gäller svensk ekonomi är utsikterna goda. Allt fler indikatorer tyder på att återhämtningen har inletts men viss osäkerhet kvarstår om styrkan i tillväxten. När det

gäller ny information sedan mötet i december ville af Jochnick nämna Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer som i januari låg på den högsta noteringen sedan juni 2011, vilket är ett tecken på att en vändning uppåt sker i ekonomin. Hushållen var något mer negativa i januari till sin egen ekonomi men mer positiva om utvecklingen i svensk ekonomi. Detaljhandeln har utvecklats väl och bilförsäljningen är på väg upp. Det är också positivt att arbetsmarknaden utvecklats stabilt och att antalet jobb ökar liksom antalet sysselsatta.

Bilden av en långsam återhämtning styrks i Riksbankens företagsundersökning. Riskerna från omvärlden har minskat och företagen är mer hoppfulla om framtiden än tidigare. De tillfrågade företagen ser ljuset i tunneln men de menar att förväntningarna om en bredare konjunkturuppgång ligger längre fram i tiden, som företagen tror kan komma framåt sommaren. I nuläget är inflationen i Sverige låg. Det hänger antagligen samman med att efterfrågan är svag och att företagen har haft svårt att föra över sina kostnadsökningar på konsumenterna. Att vinstandelen är låg i näringslivet stödjer den bilden.

I Riksbankens företagsundersökning är det fortsatt få företag som ser möjlighet att höja priserna på kort sikt. Däremot räknar företagen med åtminstone mindre prishöjningar successivt som efterfrågan kommer igång. Företagsundersökningen visar dock stor osäkerhet om i vilken takt företagen kommer att kunna höja sina priser. Många företag inom handeln planerar för prishöjningar under två procent, medan industrins planer är mer blygsamma. De genomsnittliga planerade prisökningarna för det kommande året ligger på omkring en procent. Detta stödjer bilden av att inflationen blir låg även under 2014. För att vi ska få upp inflationen till 2 procent 2015 är det centralt att efterfrågan på svenska varor och tjänster ökar under 2014 och att företagen successivt kan öka sina vinstmarginaler till mer normala nivåer.

Mot bakgrund av att inflationen nu varit låg under lång tid har de kortsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit. På fem års sikt ligger dock inflationsförväntningarna nära 2 procent. Reporäntan behöver vara kvar på sin nuvarande låga nivå tills konjunkturåterhämtningen står på fastare mark och inflationen tar fart. En ännu mer expansiv penningpolitik skulle leda till att inflationen når målet tidigare men samtidigt så måste direktionen beakta riskerna med hushållens höga skuldsättning som då skulle öka ytterligare, vilket af Jochnick tyckte att man inte kunde bortse ifrån.

Utvecklingen av hushållens skulder har i stort sett varit i linje med decemberprognosen. Jämfört med bedömningen i december är skuldkvoten något uppreviderad, bland annat till följd av att inkomsterna väntas öka något långsammare och att skulderna 2013 reviderats upp i Finansräkenskaperna. Priserna på bostäder fortsätter att stiga. I Stockholmregionen steg priserna på bostadsrätter med 13,5 procent under 2013. Det finns inte några direkta tecken på avmattning i början av detta år. Eftersom utlåningen följer prisutvecklingen relativt väl finns det anledning att tro att skuldsättningen fortsätter öka. Hennes bild var att riskerna med hushållens skuldsättning fortsätter att vara höga.

Som af Jochnick sagt vid tidigare möten behövs sannolikt en bred åtgärdspalette från flera olika politikområden för att hushållens skuldsättning ska utvecklas på ett sundare sätt. Hushållens höga skuldsättning är ett potentiellt problem för utvecklingen i svensk ekonomi och Riksbankens möjlighet att utföra sitt uppdrag effektivt. Det är bra att Stabilitetsrådet nu har haft sitt första möte. En viktig fråga för Rådet blir att diskutera stabilitetsläget och behovet av att vidta åtgärder för att minska risker och göra det finansiella systemet mer robust.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde diskussionen med att notera att direktionen vid återkommande möten har diskuterat skillnader mellan marknadens prissättning av framtida räntor i omvärlden och Sverige och Riksbankens ränteprognoiser, och vad det har för betydelse för Riksbankens växelkursprognos. Hon menade att om en centralbank gör sin egen prognos på till exempel framtida penningpolitik i Sverige och omvärlden, eller andra variabler som också går att utläsa i finansmarknaderna, så kommer det att uppstå skillnader mellan marknadsprognosen och den interna prognosen från tid till annan.

Skingsley påpekade att det inte är problemfritt att förlita sig på marknadsprissättning som input till ränteprognoiser. Under åren mellan 2005 och 2007 använde Riksbanken prognosantagandet att reporäntan skulle utveckla sig enligt marknadens förväntningar, så som de uttrycktes i de implicita terminsräntorna. Men då visade det sig att det inte är problemfritt att använda dessa marknadsförväntningar, eftersom de kan ändras utan att man exakt vet varför. Förändrad marknadsprissättning gav även oönskade och svårtolkade effekter på makroprognoserna mellan de penningpolitiska mötena och Riksbanken fick ibland distansera sig från marknadsprissättningens effekter. Den prognosansatsen bidrog inte till ökad förutsägbarhet om den framtida penningpolitiken, enligt hennes mening. Därefter, våren 2007, ändrades metoden till att i stället publicera egna reporäntebanor. Skingsley ansåg att den prognosmetoden fungerar bättre.

Eftersom hon hade intrycket att Ekholm var kritisk mot Riksbankens prognosmetod ville hon höra om Ekholm tyckte att det vore mer lämpligt att Riksbanken istället förlitar sig helt på marknadsprissättningen av framtida räntor som input i bedömningen. Skingsley själv trodde att en sådan förändring till att använda marknadsprissättningen vore förknippad med problem som skulle vara svårare att hantera än de spänningar som råder nu.

Därutöver ville Skingsley också kommentera Ekholms inlägg om att det för henne inte är aktuellt att använda penningpolitiken för att motverka obalanser så länge inflationen befinner sig under målet och har gjort det under en längre tid. Efter den globala finanskrisen kan man dela in åsikterna om hanteringen av finansiella obalanser i det

penningpolitiska ramverket i tre grupper: De som vill göra få eller inga förändringar från innan krisen, de som ser prisstabilitet och finansiell stabilitet som icke separerbart, samt en mittenlinje, där inflationsmålet är överordnat, men där penningpolitiken kan behöva användas för att stödja olika makrotillsynsåtgärder som vidtas vid sidan av penningpolitiken.⁵ Skingsleys intryck efter krisåren var att många tongivande centralbanker förflyttat sig till att i högre utsträckning beakta risken för finansiella obalanser också i det penningpolitiska beslutsfattandet.

Som hon uppfattat Ekholm var det däremot för henne inte aktuellt att använda penningpolitiken som en del av riskhanteringen av skuldsättningen. Därför ville hon fråga hur Ekholm väger in omständigheten att hushållens femåriga ränteförväntningar, som empiriskt har en hög korrelation med den dagsaktuella och historiskt sett låga räntan, kan visa sig bli felaktig i framtiden. Vad händer i ekonomin om hushållen inser att förväntningarna var för låga och anpassar sig till ett högre framtida ränteläge?

Riksbankschef **Stefan Ingves** påpekade att inflationen är låg i nuläget. Prognosen för inflationen reviderades ned förra året, men analysen i fördjupningsrutan och övriga utkastet till penningpolitisk rapport talar enligt honom för att perioden med en bred inflationsnedgång nu är över. Till det bidrar att penningpolitiken fortsätter vara expansiv för att bidra till att resursutnyttjandet ökar och inflationen tar fart. Ett ökat resursutnyttjande borde i sin tur bidra till att löneökningstakten gradvis stiger. Dessutom ökar möjligheterna för företagen att höja sina priser. Inflationstrycket ökar därmed succesivt under prognosperioden. Inflationen fortsätter dock vara låg ännu en tid för att sedan öka ganska snabbt mot slutet av 2014 när de nedpressande faktorerna faller bort.

Förutsättningarna för att inflationen skall stiga finns alltså på plats. Tidigare erfarenheter och samband talar för det. Enhetsarbetskostnaderna har en längre tid ökat mer än konsumentpriserna och företagens vinstandel är lägre än normalt. Detta sammantaget borde leda till att prisökningar förs vidare till konsumenterna när efterfrågan stiger. Antagandet nu är att det kommer att leda till en stigande inflation, men även andra faktorer kan spela in, vilket kräver ytterligare analys. Riksbanken kommer att fortsätta att detaljgranska inflationsutfallen. Särskilt tjänsteprisernas utveckling blir viktig att följa. Tjänstepriserna utgör ju en rätt stor andel av KPI och de ökade ovanligt litet förra året. Ingves tyckte att Riksbanken därför bör utvidga analysen av tjänstepriserna.

Till det kommer den fråga direktionen levt med en längre tid; avvägningen mellan att nå inflationsmålet och att beakta mer långsiktiga risker kopplade till skuldutvecklingen för hushållen. Den avvägningen har inte försvunnit. På bostadsmarknaden väntas priserna fortsätta stiga, vilket betyder att hushållens skulder ökar. Hushållens skuldkvot är redan hög i både ett historiskt och ett internationellt perspektiv och Riksbanken räknar med att

⁵ Penning och Valutapolitik nr 3/2013 Frank Smets "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?"

skulderna kommer att öka snabbare än inkomsterna under prognosperioden. Det är i sig oroande och trenden behöver vändas. Ingves menade att den bästa lösningen vore om finanssektorn kunde lösa problemet på egen hand, men han tvivlade på att det kommer att ske. Därför behövs ytterligare regleringsåtgärder för att värna finanssektorns stabilitet. Flera politikområden behöver samverka för att komma tillrätta med skuldproblematiken. Penningpolitiken kommer att bidra till detta när reporäntan höjs längre fram, enligt prognosen. Problemen med hushållens skulder är nära kopplade till situationen på bostadsmarknaden. Det är dock inte i första hand upp till penningpolitiken eller nya finansiella regelverk att se till att bostadsmarknaden börjar fungera bättre. Både efterfrågan och utbudet av bostäder behöver på sikt också påverkas via andra politikåtgärder.

Ingves fortsatte med att konstatera att på arbetsmarknaden förbättrades läget gradvis under förra året. Riksbanken räknar också med att arbetsmarknaden kommer att fortsätta förbättras framöver. Men utvecklingen präglas av faktorer som drar åt olika håll. Å ena sidan är varselnivåerna på arbetsmarknaden nu nere vid en historiskt genomsnittlig nivå. Då brukar inte realräntan vara negativ, men det är den för närvarande. Å andra sidan finns det tydliga matchningsproblem mellan lediga jobb och de arbetslösa. Arbetskraften består idag i högre grad av grupper som står längre från arbetsmarknaden än tidigare. Det kan till exempel handla om personer med enbart förgymnasial utbildning. Det har bidragit till att den genomsnittliga arbetslöshetstiden har ökat under senare år. Den förändrade sammansättningen av arbetslösheten är ett strukturellt problem som står utanför penningpolitikens räckvidd, som istället kan hanteras av arbetsmarknads-, utbildnings- och integrationspolitiken. Det är dock viktigt för penningpolitiken att fortsätta analysera situationen på arbetsmarknaden, speciellt för bedömningen om vad som är en långsiktigt hållbar nivå på arbetslösheten.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** påpekade att direktionen räknar med att arbetsmarknaden fortsätter att förbättras framöver. När konjunkturen stärks stiger efterfrågan på arbetskraft. Riksbanken har också reviderat upp synen på det långsiktiga arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden något jämfört med bedömningen i december. Men hon ville ändå lyfta några potentiella problem på arbetsmarknaden. Matchningsproblemen har ökat under senare år. Det har blivit svårare för de som är arbetslösa att hitta ett jobb. Det kommer att delvis motverka den nedgång i arbetslösheten som den mycket expansiva penningpolitiken bidrar till. Hon påpekade att det fanns en fördjupningsruta om dessa frågor i den penningpolitiska rapporten i oktober 2013.

Ett exempel på matchningsproblemen ges av arbetsförmedlingens senaste prognos. Den visar att arbetslösa med svag ställning på arbetsmarknaden, det som brukar kallas utsatta grupper, har svårt att matchas mot lediga platser där utbildningskraven ofta är höga. Tillgången på jobb för personer med kort utbildning minskar trendmässigt. Det har

bidragit till en ändrad sammansättning av arbetslösheten med en ökad andel arbetslösa med svårlösta arbetsmarknadsproblem. Sådana strukturella problem kan inte penningpolitiken påverka. Men af Jochnick menade att det ändå finns goda skäl till att Riksbanken bör ha ett ökat fokus under det kommande året på arbetsmarknadens funktionssätt i ett brett perspektiv och bedömningen av vad som är en långsiktigt hållbar arbetslöshet.

Vidare fortsatte af Jochnick med att understryka vikten av att Riksbanken utvecklar analysen av hushållens skuldsättning ytterligare och att Riksbanken så långt som möjligt försöker utveckla de statistiska underlagen. Det är uppenbart att bättre statistiska underlag behövs för att få fram bättre beslutsunderlag. Ett exempel är Anna Hedborgs utredning som analyserat det enskilda hushållsperspektivet och där vissa av slutsatserna är helt andra än de slutsatser Riksbanken dragit på nästan samma underlag. af Jochnick ansåg att det borde finnas tillräckligt bra statistik för att belysa riskerna med hushållens skuldsättning på ett adekvat sätt, så att beslutsfattare har tillgång till tillförlitliga underlag som kan spegla en gemensam problembild.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** svarade på de frågor som Skingsley ställt till henne, som hon tyckte var viktiga att reda ut. Hon började med den första som handlade om utländska styrräntor och växelkurser. Skingsley refererade till en spänning mellan marknadens prissättning av framtida räntor i omvärlden och Sverige och Riksbankens ränteprogner. Hon betonade att det i dagsläget inte finns någon tydlig spänning mellan marknadens prissättning av framtida räntor i omvärlden och Riksbankens prognos. Det gjorde det däremot för några år sedan. Då låg Riksbankens prognos för omvärldens styrräntor betydligt högre än marknadsförväntningarna enligt implicita terminräntor. Prognosen för differensen mellan reporäntan och omvärldens styrräntor skiljde sig däremot inte nämnvärt från vad som förväntades på marknaden. Skälet till det var att prognosen för nivån på styrräntan låg betydligt högre än marknadsförväntningarna också för Sverige. Så medan båda prognoserna låg på högre nivåer än marknadsförväntningarna så var skillnaden mellan dem i linje med dessa förväntningar.

Idag ser prognosen annorlunda ut. Den tydligare kommunikationen från centralbankerna i de stora valutaområdena kring synen på sin egen framtida räntesättning har lett till en starkare förankring av prognoserna för omvärldens styrräntor både i Riksbankens progoser och på marknaden. Så skillnaden mellan Riksbanken och marknaden är i dag ganska liten. Men Riksbankens reporäntebana ligger fortfarande på en tydligt högre nivå än motsvarande marknadsförväntningar, vilket innebär att Riksbankens egen prognos för räntedifferensen gentemot omvärlden nu är betydligt större än vad som förväntas på marknaden. Samtidigt utgår växelkursprognosen från bedömningen att denna förhållandevis stora och oväntade räntedifferens inte leder till en betydande förstärkning av växelkursen. Det var den bedömningen som hon var skeptiskt mot. Den spänning som Ekholm talade om i sitt första inlägg handlade om att hon tycker att det är svårt att se att

en stor ökning i räntedifferensen gentemot omvärlden, som inte är inprisad på marknaden, kan gå hand i hand med en växelkursprognos där kronans värde endast förstärks marginellt. Hon vände sig absolut inte emot att Riksbanken gör en egen prognos för både omvärldens och sin egen styrränta. Hon var dock skeptisk till de antagna effekterna av räntedifferensens inverkan på växelkursen.

Den andra frågan rörde Ekholms syn på penningpolitikens roll när det gäller att motverka eventuella risker för den finansiella stabiliteten. Skingsley refererade till en uppsats av Smets där han beskriver tre olika uppfattningar som finns företrädna i den internationella diskussionen. Ekholm menade att det hon uttryckt i sitt inledande inlägg kanske placerar henne i den uppfattning som han kallar för "den modifierade Jackson Hole-uppfattningen", där penningpolitiken inte har någon tydlig roll att spela för att förebygga finansiella kriser. Han själv förespråkar det han kallar en "leaning-against-the-wind-politik". Men han är samtidigt tydlig med att han anser att det med en sådan inriktning på politiken är viktigt att framhålla att det är prisstabilitet på medellång sikt som är det primära målet.

Ekholm delade Skingsleys uppfattning att flera centralbanker under senare tid kommit att kommunicera en större öppenhet för att beakta finansiell stabilitet i de penningpolitiska besluten än vad som var fallet före finanskrisen. Men det är samtidigt så att inflationen i dessa länder till skillnad från i Sverige har varit närmare centralbankernas inflationsmål. Ekholms intryck var att i de fall inflationen har börjat tryckas ned under målet så har viljan att bedriva en "leaning-against-the-wind-politik" varit ganska liten.

Ekholm påpekade att hon själv i olika sammanhang uttalat att hon inte är helt principiellt emot tanken att bedriva en politik där styrräntan används för att dämpa en pågående kreditexpansion. Det kan nog vara motiverat i vissa situationer att sänka räntan långsammare eller höja den snabbare än annars, om inflationen är någorlunda nära sin målsatta nivå. Det hon var kritisk till var att bedriva en sådan politik när inflationen har rört sig långt under målet och varit där en förhållandevis lång tid. Då trodde hon att en "leaning-against-the-wind-politik" skadar förtroendet för inflationsmålet.

Ekholm övergick sedan till frågan om hennes syn på eventuella risker förknippade med att hushållen förväntar sig boräntor på fem års sikt som är lägre än vad som är förenligt med Riksbankens antagande om den långsiktiga reporäntan. Hon tyckte att det finns två modifierande omständigheter att ta hänsyn till i sammanhanget. Den ena är att dessa förväntningar kanske inte är så realistiska givet prognososäkerheten på 5 års sikt. Med tanke på hur låga räntorna förväntas vara runt om i världen under hela prognosperioden på tre år är det kanske inte helt realistiskt med förväntningar på boräntor på cirka 4 procent om fem år.

Den andra omständigheten är att hushållens kanske realistiskt låga ränteförväntningar bara kan påverka efterfrågesidan när det gäller krediter. Det finns också en motpart, som

ska stå för utbudet. Bara för att ett hushåll vill öka sin skuldsättning i tron att räntan kommer att vara låg under mycket lång tid finns det inget som säger att en bank med automatik ska tillmötesgå denna önskan. Om ordentliga regelverk är på plats och bankerna gör ordentliga kreditprövningar behöver inte låga ränteförväntningar hos hushållen leda till mer riskfylld utlåning till dem. Där kommer vidtagna makrotillsynsåtgärder in, som införandet av ett bolånetak på 85 procent och golv på riskvikter för bolån på 15 procent. Ekholm menade att dessa åtgärder bör påverka utbudssidan för krediter och ha en återhållande effekt.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde sitt diskussionsinlägg med att uttrycka sitt stöd för det som Ingves sa beträffande behovet av att göra utökade inflationsanalyser. Han tyckte att fördjupningen om den låga inflationen i utkastet till penningpolitisk rapport var bra, och menade att det nog var så långt man kan komma i analysen med officiella data. Det tar förstås lite tid att göra analyser med annan information och nyinsamlade enkätdata. Men han ansåg att det var viktigt att Riksbanken gör detta så att man mycket snart kan återkomma i den här frågan. Att göra dessa nya inflationsanalyser är en av de viktigaste uppgifterna den närmaste tiden.

Jansson ville också, på samma sätt som han gjort förut, understryka att det är av stor betydelse att Riksbanken skaffar sig ytterligare information för att öka sin förståelse för hushållens ränteförväntningar. Även här är det tänkbart att samla in ny information med hjälp av enkäter. Och även här är det bråttom så att man mycket snart kan återkomma med resultat.

Till sist ville Jansson också uttrycka sitt stöd för af Jochnicks inlägg att det är viktigt att tydliggöra hur Riksbankens nya bankdata kontrasterar mot de data som Hedborgutredningen har samlat in. Riksbanken har ju tillgång till ett betydligt mer omfattande datamaterial än Hedborgutredningen. Det är av stor betydelse att skyndsamt publicera dessa data och diskutera i vilka avseenden de skiljer sig relativt de data som låg till grund för Hedborgutredningen.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** ville först följa upp diskussionen om hur penningpolitiken ska ta hänsyn till finansiella risker. Han delade Skingsleys syn att efter finanskrisen syns allt fler resonemang kring möjligheten att penningpolitiken bör "luta" mot kreditexpansioner eller snabbt stigande huspriser. Det gäller såväl i den akademiska litteraturen som i policysammanhang. Men som Ekholm nämnde har andra centralbanker inte ställts inför samma avvägning mellan låg inflation och finansiella risker som Riksbanken har gjort i Sverige. Flodén kunde inte erinra sig något annat land som i praktiken låtit penningpolitiken påverkas av finansiella risker under en längre period. Han tyckte därför att man i den här frågan måste betrakta den svenska penningpolitiken som en föregångare, eller kanske ett första experiment.

Flodén anknöt till sitt inlägg i den penningpolitiska diskussionen tidigare och sa att han inte tror att penningpolitiken under en längre tidsperiod kan ta hänsyn till finansiella risker om inflationen samtidigt avviker från målet. Penningpolitikens måluppfyllelse och inflationsmålets trovärdighet kommer då att ifrågasättas. Forskningen indikerar att kreditykler är längre, förmodligen mycket längre, än vanliga konjunkturcykler. I praktiken betyder det nog att en strategi där penningpolitiken systematiskt ska dämpa kreditykeln inte är förenlig med ett inflationsmål som är precist formulerat. Men det här är frågor som behöver belysas ytterligare, och där det pågår en internationell diskussion på olika arenor. Han menade att frågorna knappast kunde besvaras här och nu.

En annan punkt Flodén ville ta upp var fördjupningen om penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning i utkastet till penningpolitisk rapport. Han tyckte att det var bra att Riksbanken nu kan redovisa en uppskattning av hur reporäntan påverkar hushållens skuldsättning. Detta är viktigt eftersom räntebanan tar hänsyn till risker förknippade med skuldsättningen. De alternativa scenarier för räntebanan som redovisas i kapitel 2 i de penningpolitiska rapporterna blir mer kompletta när de skattade effekterna på hushållens skuldsättning också presenteras.

Slutligen ville han nämna penningpolitikens samband med växelkursen. Han menade att det var en viktig fråga som kan komma att påverka den framtida penningpolitiken. Det är väl känt att växelkurser är mycket svåra att prognostisera, även på kort sikt. Växelkursen kan röra sig snabbt och av anledningar som inte fullt ut kan förstås. Men att växelkursen är volatil och "brusig" betyder inte att penningpolitiken saknar effekt på växelkursen. I själva verket vet man ganska säkert att penningpolitiken har en tydlig effekt på växelkursen. Om direktionen inte hade sänkt reporäntan i december hade kronan med all sannolikhet blivit ännu starkare än vad den nu är.

Han såg inte heller någon anledning till att penningpolitikens effekter på växelkursen skulle vara mindre i små länder än i stora länder. Däremot tyder mycket på att växelkursens effekter på inflationen är större i små öppna ekonomier. Växelkursens utveckling är därför av stor betydelse för den svenska penningpolitiken. Om kronan under de kommande månaderna blir starkare än i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport innebär det en risk för att inflationen blir alltför låg. Det skulle han se som ett starkt skäl att föra en mer expansiv penningpolitik, bland annat för att en svagare kronkurs då bidrar till högre inflation.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** sa att hon tyckte att Ekholms kommentar var intressant om att det inte finns några principiella invändningar att nå inflationsmålet något långsammare under förutsättning att det inte äventyrar uppfyllandet av inflationsmålet. Skingsley menade att det nog var så att olika direktionsledamöter gör olika bedömningar av dels hur stora riskerna är, och dels hur länge man kan avvika från 2 procents inflation utan att äventyra förtroendet. Det tycks inte finnas ett generellt svar på hur snabbt måluppfyllelsen bör ske.

Skingsley tyckte dock att Ekholms kommentar om att hushållens boränteförväntningar kanske inte är så realistiska väckte en följdfråga. Hon undrade om Ekholm ansåg att Riksbankens bedömning om den långsiktigt normala reporäntan, som under 2010 estimerades till ett intervall mellan 3,5 – 4,5 procent, i själva verket ligger lägre idag.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ville tydliggöra att hon inte har någon annan syn på den långsiktiga reporäntan, det vill säga den som gäller i så kallat "steady state", än de 3,5 - 4,5 procent som Riksbanken har kommunicerat tidigare. Vad hon talade om var att det kanske inte är realistiskt att tro att ekonomin har nått ett normalläge om fem år. Hon tyckte dock att frågan om var man tror att reporäntan kommer ligga på fem års sikt var viktig för direktionen att ta ställning till.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Konjunktur- och inflationsutsikterna i både Sverige och omvärlden är väl i linje med bedömningarna i den penningpolitiska uppföljningen i december. Efter drygt ett år med svag BNP-tillväxt ser utsikterna goda ut för 2014. Omvärldskonjunkturen stärks, förtroendet hos svenska hushåll och företag är högre än normalt och sysselsättningen stiger. Under året väntas BNP-tillväxten ta fart och i slutet av året har arbetsmarknaden förbättrats ganska påtagligt.

Trots en starkare konjunktur bedöms inflationen vara fortsatt låg det närmaste året. Men när efterfrågan stiger, dels i omvärlden, dels i Sverige, ökar inflationstrycket successivt och under 2015 bedöms KPIF-inflationen nå 2 procent. Det låga inflationstrycket motiverar att penningpolitiken är fortsatt expansiv. Samtidigt är skuldsättningen hos svenska hushåll fortfarande hög och bedöms växa ytterligare något under prognosperioden, vilket fortsätter att utgöra en risk för en långsiktigt hållbar utveckling. För att minska riskerna med skuldsättningen behöver flera politikområden hjälpas åt.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket ansåg samtliga direktionsledamöter att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 0,75 procent tills återhämtningen står på fastare mark och inflationen tar fart. Enligt prognosen är det lämpligt att långsamt börja höja reporäntan i början av 2015. Penningpolitiken bidrar på så vis till att KPIF-inflationen når 2 procent under 2015.

På mötet diskuterades behovet av ytterligare analys av det låga inflationstrycket och att penningpolitiken behöver anpassas om inflationen skulle utvecklas svagare än i prognosen. I samband med det diskuterades även effekter av växelkursen på inflationen. Diskussionen berörde också aspekter av att bedriva penningpolitik i en liten öppen ekonomi med stora kapitalflöden, en stor export och import, samt en hög skuldsättning hos hushållen. Behovet av att implementera makrotillsynsåtgärder betonades. Dessutom

diskuterades globala risker för den ekonomiska utvecklingen som hänger samman med finansiell oro på grund av obalanser i vissa tillväxtekonomier.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 13 februari 2014 kl. 9.30,
- att behålla reporäntan på 0,75 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 19 februari 2014,
- att torsdagen den 13 februari 2014 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 26 februari 2014 kl. 9.30.

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