



Penningpolitiskt protokoll

SEPTEMBER 2014

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 3 september beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent.

Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrevs i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Tillväxten i omvärlden som helhet väntas gradvis stiga de närmaste åren men återhämtningen sker i olika takt. Konjunktursignalerna från USA och Storbritannien är fortsatt starka, men samtidigt väntas nu en något trögare återhämtning i euroområdet, bland annat till följd av den pågående konflikten i Ukraina. Det dämpar även den svenska BNP-tillväxten något jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli.

Samtidigt har arbetsmarknaden utvecklats lite starkare än väntat under sommaren och arbetslösheten har börjat falla. Inflationen är fortsatt låg även om den de senaste månaderna blivit något högre än väntat. Inflationsprognosen är uppreviderad något i närtid på grund av en svagare krona och något högre arbetskostnader.

I stora drag är konjunktur- och inflationsutsikterna för svensk ekonomi desamma som i juli. Inflationen är fortfarande låg och direktionen var enig om att reporäntan behöver vara kvar på 0,25 procent för att inflationen ska stiga mot målet. Direktionen bedömde att det först mot slutet av 2015 är lämpligt att börja höja räntan. Med den förda penningpolitiken väntas KPIF-inflationen gradvis stiga och nå 2 procent i början av 2016.

Samtidigt konstaterade flera direktionsledamöter att det låga ränteläget innebär fortsatta risker förknippade med hushållens höga skuldsättning och att det är nödvändigt att andra politikområden vidtar åtgärder för att hantera dessa.

Flera ledamöter diskuterade på lite olika sätt räntebanans roll i ljuset av den ovanligt stora osäkerhet som råder kring den ekonomiska och penningpolitiska utvecklingen i omvärlden.

Några ledamöter resonerade också kring hur penningpolitiken ska reagera på ny information och landade i slutsatsen att penningpolitiken i närtid bör reagera asymmetriskt så att ny information som tyder på högre inflation än väntat inte behöver föranleda en mindre expansiv penningpolitik.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2014-09-03

MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Carl-Johan Belfrage
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Christoffer Grände (§§ 1-3)
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson
Henrik Lundvall
Ann-Leena Mikiver
Carl-Fredrik Pettersson (§§ 1-3)
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Sara Tägtström
David Vestin

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Sara Tägtström skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 3 och 4.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Carl-Fredrik Pettersson från avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har ränteskillnaderna fortsatt att stiga mellan å ena sidan USA och Storbritannien och å andra sidan euroområdet. Marknaden har framförallt tagit intryck av att ECB-chefen Mario Draghi nyligen i sitt anförande på Jackson Hole-konferensen i USA signalerade skärpt beredskap att agera ytterligare för att motverka fallande inflationsförväntningar i euroområdet. Det står i kontrast till marknadens förväntningar om en gradvis normalisering av penningpolitiken i USA och Storbritannien. Finansiella marknader har varit relativt stabila med stigande börskurser trots en krisdrabbad portugisisk bank, Argentinas betalningsinställelse och försämrade tillväxtutsikter i euroområdet. Kronan har försvagats närmare 1 procent i handelsvägda termer de senaste veckorna efter oväntat svag svensk makrostatistik. Analytiker tror att reporäntan lämnas oförändrad vid dagens penningpolitiska möte men att Riksbanken fortsätter att signalera en marginell sannolikhet för en sänkning under hösten. Förväntningarna enligt marknadsprissättningen är att tidpunkten för Riksbankens första höjning skjuts framåt.

Ulf Söderström, tillförordnad biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 27 och 28 augusti. På ett möte med direktionen den 1 september bordlades utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Även om utvecklingen går i olika takt i olika länder väntas tillväxten i omvärlden som helhet successivt stiga de närmaste åren. Konjunktursignalerna från USA och Storbritannien är fortsatt starka. Oväntat svag BNP-tillväxt under andra kvartalet i euroområdet samt förväntade negativa effekter av konflikten i Ukraina har sammantaget lett till att prognosen för euroområdets BNP-tillväxt i år och nästa år har reviderats ned. Prognosen för omvärldens BNP-tillväxt är därför något lägre jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli.

Den lägre tillväxten i euroområdet dämpar en redan svag exportutveckling i Sverige. Detta bidrar till att BNP-tillväxten väntas bli något lägre jämfört med bedömningen i juli. Hushållssektorn har samtidigt utvecklats starkt och konsumtion och bostadsinvesteringar väntas fortsätta öka i god takt. Arbetsmarknaden har överraskat positivt under sommaren och en fortsatt förbättring väntas med stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet.

Inflationen är alltså låg men överaskade något på uppåtsidan i juni och juli. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli är prognosen för inflationen i närtid något

uppreviderad till följd av en svagare krona och något högre arbetskostnader. KPIF-inflationen väntas liksom i prognosen i juli nå 2 procent i början av 2016.

För att inflationen ska stiga mot målet behöver reporäntan vara låg en lång tid framöver. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk uppföljning är betingade på att reporäntan lämnas oförändrad på 0,25 procent vid dagens möte och liksom i föregående prognos börjar höjas först mot slutet av 2015, när inflationen är tydligt högre.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon ställer sig bakom utkastet till penningpolitisk uppföljning, både vad gäller konjunkturutsikterna och den föreslagna räntebanan, som är densamma som den direktionen beslutade om i juli så när som på en marginell nedrevidering mot slutet av prognosperioden.

Den information om den realekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden som publicerats sedan det penningpolitiska mötet i juli har varit något av en besvikelse enligt Ekholm. Det för svensk ekonomi viktiga euroområdet hade nära noll-tillväxt andra kvartalet i år. I Sverige var BNP-tillväxten måttliga 1 procent i uppräknad årstakt samma period, där framför allt export och företagsinvesteringar har bidragit till den dämpade utvecklingen. Ekholm underströk att denna information bygger på snabbestimat och kan komma att revideras längre fram. Enligt AKU tycks arbetsmarknaden ha utvecklats något starkare än vad Riksbanken räknade med i juli, vilket är positivt och tyder på att en mer tydlig nedgång i arbetslösheten kanske är på väg. Förtroendeindikatorerna ger ingen entydig bild av utvecklingen framöver och påverkas säkert en del av osäkerheten kring utvecklingen i euroområdet, där svag tillväxt, låg inflation och höga skuldnivåer på sina håll utgör en mix som gör det svårt att få till stånd en utveckling som är hållbar på lång sikt. Situationen i Ukraina och eventuellt utökade handelssanktioner gentemot Ryssland är en faktor som bidrar till osäkerheten om utvecklingen i Europa just nu. Men det är en faktor som adderas till mer fundamentala problem som det råder osäkerhet om hur de ska lösas.

Positivt utifrån Riksbankens synvinkel är att svenska inflationsutfall har överraskat på uppåtsidan jämfört med juli-prognosen. Det handlar fortfarande om låga inflationstal långt under inflationsmålet på 2 procent. Men Ekholm ser det ändå som en ljusglimt, inte minst eftersom det bryter den tendens mot systematiska överskattningar av inflationen som funnits i Riksbankens prognos under en tid. Den tendensen har lett till en skev bild av vilka kostnader och intäkter som olika penningpolitiska alternativ har varit förknippade med. Det har framstått som om kostnaden för att bedriva en mindre expansiv penningpolitik har varit liten, eftersom inflationen enligt prognoserna ganska snabbt har närmat sig inflationsmålet på 2 procent. I själva verket har kostnaden i termer av en

inflation som förblivit under målet under lång tid varit ganska hög, åtminstone enligt hennes uppfattning.

I juli bestämde sig direktionen för att låta rena modellkörningar väga tyngre än bedömningar i inflationsprognosen, eftersom modellkörningarna visat sig göra förhållandevis bra prognoser enligt prognosutvärderingar gjorda på avdelningen för penningpolitik. Denna förändring har kanske eliminerat den tendens till systematiska överskattningar av framtida inflation som prognosen uppvisat en tid. Ekholm såg det som en viktig uppgift för Riksbanken att analysera vad som kan göras för att minska risken för sådana systematiska prognosfel framöver. I vilket fall som helst såg hon det som en positiv utveckling att de senaste prognosfelen har varit en underskattning snarare än ytterligare en överskattning. Det är visserligen viktigt att Riksbanken baserar sina beslut på prognoser som är någorlunda träffsäkra. Men det är enligt Ekholm ännu viktigare att besluten baseras på prognoser som inte uppvisar systematiska avvikelser i betydelsen att prognosfelen tenderar att ha samma tecken hela tiden. Systematiska avvikelser ger nämligen en felaktig bild av vilka överväganden beslutsfattare har att ta ställning till, menade hon.

Sammantaget motiverar inte utvecklingen sedan juli-mötet någon betydande revidering av konjunktur- och inflationsutsikterna, enligt Ekholm. Därmed finns det inte någon anledning till att ändra den penningpolitiska inriktningen. Eftersom inflationen är så låg och det finns en hel del risker på nedsidan finns det enligt henne fortfarande anledning att lägga en högre sannolikhet vid en räntesänkning än en räntehöjning i närtid.

Räntebanan indikerar en första höjning av reporäntan mot slutet av 2015. Enligt marknadsprissättningen förväntas då både Federal Reserve och Bank of England redan ha höjt sina styrräntor, medan ECB förväntas ligga kvar med sin viktigaste styrränta nära noll under ytterligare ganska lång tid.

En kritisk fråga att ta ställning till när det gäller räntebanan är hur troligt det är att den svenska reporäntan kan avvika med uppåt ett par procentenheter från ECB:s styrränta, som är det som nu antagits i prognosen.

En ganska kraftigt ökad ränteskillnad antas vara förenlig med en växelkursprognos i KIX-termer som visserligen involverar en stärkt krona, men inte så mycket att inflationen trycks ned under målet. Självt är Ekholm, liksom vid tidigare tillfällen, något skeptisk till att reporäntan kan avvika mycket från omvärldens styrräntor utan att det påverkar växelkursen på ett sätt som är oförenligt med inflationsprognosen. Men om styrräntorna i USA och Storbritannien har kommit upp en del samtidigt som svensk ekonomi uppvisar stark tillväxt, markant lägre arbetslöshet och inflation nära 2 procent, som är den nuvarande prognosen för läget i slutet av 2015, så är det samtidigt svårt att tro att reporäntan då skulle förbli på dagens låga nivå.

Ekholm ställer sig därför bakom prognosen med en uppgång i reporäntan från slutet av 2015 och en nivå vid slutet av prognosperioden på drygt 2 procent. Reporäntans slutnivå är något nedreviderad jämfört med juli-prognosen i ljuset av att återhämtningen i euroområdet ser ut att gå trögare än väntat och att ECB:s penningpolitik därmed kan väntas förbli expansiv längre. Om prognosen för inflationen i euroområdet revideras ned eller om prognosen för kronans värde i KIX-termer revideras upp kommer det i sig att tala för en ännu lägre reporänta mot slutet av prognosperioden, enligt Ekholm. Hon betonade att det samtidigt finns en mängd faktorer som kan leda till framtida revideringar både uppåt och nedåt av räntebanan.

Ekholm fortsatte med att understryka att hon ser omvärldens penningpolitik som en helt central förutsättning för penningpolitiken i Sverige. Vissa bedömare som förvånades över sänkningen av reporäntan med 0,5 procentenheter i juli verkar, enligt henne, ha bortsett från omvärldens påverkan och bara fokuserat på att den realekonomiska utvecklingen i Sverige trots allt inte är så dålig och borde leda till stigande inflation så småningom. Men Sverige kan inte ha väsentligt högre styrräntor än i USA och euroområdet utan att riskera att kronan stärks på ett sätt som är oförenligt med att få upp inflationen till målet på 2 procent. Att få upp inflationen till målet är samtidigt nödvändigt i ett läge där den understigit målet under lång tid, eftersom långvariga avvikelser hotar inflationsmålets trovärdighet och riskerar att förminska dess värde som nominellt ankare i ekonomin. Det är det starka omvärldsberoendet som förklarar varför Riksbankens prognos landar i en reporänta på drygt 2 procent i slutet av prognosperioden trots att tillväxten då väntas vara kring 3 procent, arbetslösheten kring 6,5 procent och KPIF-inflationen kring 2 procent. Direktionen väntar sig alltså en reporänta som är långt under vad som kan betraktas som en långsiktig normal nivå samtidigt som makroekonomin är mer eller mindre i balans.¹ Skälet till det är att det är vad som krävs för att svensk ekonomi ska kunna uppnå makroekonomisk balans när styrräntorna i omvärlden väntas vara så låga. Som Ekholm var inne på tidigare kan det komma att visa sig att räntan behöver vara ännu lägre än så om penningpolitiken i euroområdet förblir extremt expansiv länge.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget till räntebeslut, räntebana och prognos i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden har i grova drag varit i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Sänkningen av reporäntan med 0,50 procentenheter i juli har också fått ungefär de förväntade effekterna på marknadsräntor och växelkurs. Flodéns bedömning är därför att det vid dagens möte är lämpligt att behålla samma penningpolitiska inriktning som vid det föregående mötet, och att det

¹ Se fördjupningsrutan "Vad är en normal reporänta?", Penningpolitisk rapport februari 2010, för en diskussion om nivån på en långsiktig normal reporänta.

finns goda förutsättningar för att den expansiva penningpolitiken kommer att bidra till att inflationen närmar sig målet inom det kommande året. Men det är viktigt att penningpolitiken behåller sitt fokus på inflationsutvecklingen och fortsätter att reagera på utvecklingar som annars kan motverka att inflationen stiger tillräckligt snabbt.

De viktigaste avvikelserna från prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli är en svagare konjunkturutveckling i euroområdet och en något högre inflation i Sverige. Den svagare europeiska konjunkturen bidrar till en försvagning av svensk export och i förlängningen också till ett något lägre svenskt inflationstryck i slutet av prognosperioden. Som en följd har prognosen för reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning justerats ned en aning från mitten av 2016 och framåt.

De något högre inflationsutfallen för juni och juli i kombination med en prognos om en lite svagare kronkurs i närtid har medfört att inflationsprognosen har reviderats upp under de kommande kvartalen. Men den här upprevideringen har inte medfört att prognosen för penningpolitiken i närtid har justerats.

Flodén noterade att de prognosförändringar han just nämnde är små och kanske kan förefalla ointressanta att kommentera. Men de illustrerar ändå det läge han anser att svensk penningpolitik nu befinner sig i, där fokus på att uppnå inflationsmålet är av största vikt samtidigt som reporäntan är nära sin nedre gräns. I det här läget menar han att penningpolitiken i närtid bör reagera asymmetriskt på ny information om inflationsutvecklingen. Penningpolitiken kan behöva göras mer expansiv, genom en sänkning av reporäntan eller en senareläggning av första höjningen, om det kommer ny information som medför en lägre prognos för inflationen på kort och medellång sikt. Om det kommer ny information som medför en högre inflationsprognos på samma tidshorisonter är det däremot inte lika självklart att reagera genom att göra penningpolitiken mindre expansiv.

Han utvecklade sedan sitt resonemang kring varför han menar att det är lämpligt med en asymmetrisk reaktionsfunktion i det här läget. Inflationen har som bekant varit alltför låg under flera år. Som han sagt vid tidigare penningpolitiska möten är utrymmet för överraskningar på inflationens nedsida nu begränsat. För att bevara förtroendet för penningpolitiken och inflationsmålet behöver den kort- och medelsiktiga inflationsutvecklingen prioriteras. Penningpolitiken måste se till att inflationen rör sig mot inflationsmålet rimligt snabbt även om inflationstrycket framöver skulle bli överraskande lågt. I princip skulle detta konstaterande kunna motivera en ännu lägre reporänta än 0,25 procent idag. Det skulle göra det möjligt att lägga en inflationsprognos som i ett huvudscenario tydligt skjuter över tvåprocentmålet under prognosperioden, och där inflationen når upp till målet även om inflationen skulle överraska på nedsidan. Eftersom reporäntan är nära sin nedre gräns kan en sådan penningpolitisk strategi vara svår att utforma i praktiken. Men ett steg i den riktningen är att reagera avvaktande på ny information som tyder på högre inflation på kort och medellång sikt.

Ytterligare ett skäl för att låta penningpolitiken reagera asymmetriskt i det här läget är mer direkt kopplat till att reporäntan är nära sin nedre gräns. Eftersom reporäntan på grund av den nedre gränsen inte kan sänkas mycket mer är det lämpligt att invänta en större mängd ny information innan reporäntan börjar höjas. Annars kan förväntningar om att reporäntan nu endast kan röra sig åt ett håll pressa upp medelfristiga marknadsräntor omotiverat mycket.

En naturlig följdfråga är vilken ekonomisk utveckling som krävs för att höja reporäntan. Flodén påpekade att prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning är att reporäntan kommer att ligga kvar på 0,25 procent samtidigt som inflationen snabbt stiger mot målet, tillväxten är god och arbetslösheten faller. Han ville särskilt lyfta fram att reporäntan enligt prognosen höjs mot slutet av nästa år och att KPIF-inflationen då har överstigit 1,5 procent i mer än ett halvår samtidigt som den underliggande inflationen enligt KPIF exklusive energi har varit nära 2 procent.

Flodén vill inte låsa fast sig vid att precis en sådan utveckling måste ha skett innan reporäntan kan höjas. Avgörande för hans beslut i den frågan kommer att vara hur inflationsprognosen ser ut, och bedömningen av hur pass säkert det är att inflationen är och förblir på en nivå som gör att förtroendet för inflationsmålet består. Liksom vid det penningpolitiska mötet i juli menade Flodén att en reporäntehöjning kan bli aktuell när KPIF-inflationen och andra mått på underliggande inflation har närmat sig 2 procent samtidigt som olika mått på inflationsförväntningarna har stigit.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att även han ställer sig bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Trots en viss nedrevidering av tillväxtutsikterna i både omvärlden och Sverige är nyheterna i den här prognosen i huvudsak positiva. De innebär nämligen att argumenten för att inflationen framöver ska stiga har blivit starkare. Det är framförallt två omständigheter i prognosen som leder fram till den slutsatsen.

För det första har inflationen utfallsmässigt för ovanlighetens skull nu under ett par månader överraskat på uppsidan. Det kan ju förefalla en smula märkligt att en prognosmiss tolkas som något positivt. Men när inflationen under lång tid har legat under inflationsmålet är detta faktiskt något att glädja sig åt. Det är ju när allt kommer omkring viktigare att Riksbanken uppfyller inflationsmålet än att prognoserna träffar rätt, menade Jansson.

Utfallet för KPIF-inflationen i juli uppgick till drygt 0,6 procent. Det var knappt 0,3 procentenheter högre än väntat. Redan i juni låg inflationen lite över prognosen i den penningpolitiska rapporten, men utfallet för juli förstärkte den här tendensen. Man ska förstås inte överdriva det positiva i en sådan här kortsiktig utveckling. Men efter flera månader av systematiska överskattningar av inflationen är det naturligtvis lite förlösande, konstaterade Jansson. Allt annat lika innebär dessa positiva inflationsöverraskningar att

det nu blivit lite mer troligt att prognosen om en mer varaktig inflationsuppgång faktiskt också kommer att infrias.

För det andra har bedömningen av några av inflationens mer grundläggande drivkrafter justerats upp. Enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning ska arbetskostnaderna per producerad enhet uppvisa en ganska påtagligt högre tillväxt under de närmaste åren. Under 2014 och 2015 ökar arbetskostnaderna per producerad enhet med 2,3 respektive 2,2 procent, vilket är drygt 0,5 procentenheter högre i genomsnitt än i prognosen i juli.

Till detta kommer att utsikterna för den svenska kronans utveckling, i varje fall i närtid, har blivit mer gynnsamma. I effektiva termer, baserat på de så kallade KIX-vikterna, sker en upprevidering av prognosen för kronans växelkurs med nästan 2 procent under fjärde kvartalet 2014 och drygt 1 procent i genomsnitt under nästa år. Försvagningen beror i stor utsträckning på att den amerikanska dollarn väntas bli något dyrare än vad som tidigare antagits. Sett i det perspektivet finns potential för en ytterligare försvagning av kronan i handelsvägda termer om till exempel också euron, av olika skäl, skulle bli dyrare än vad som nu antas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Även de här förändringarna innebär naturligtvis, allt annat lika, att det blir mer troligt att den mer varaktiga inflationsuppgången faktiskt kommer till stånd.

Summeras inflationsbilden står enligt Jansson klart att det nu, trots ljuspunkterna han just nämnt, inte är läge för några glädjeskutt, i varje fall inga höga. Inflationen är alltså långt under målet och det är för tidigt för att dra slutsatsen att den är på väg upp mer trendmässigt. Utvecklingen bör förvisso reducera risken för ytterligare fall i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna men det krävs en fortsatt uppgång i inflationen under en längre tid innan det går att börja betrakta läget som mer normalt.

För att skapa största möjliga trovärdighet kring hans ambition att verkligen åstadkomma en sådan utveckling har Jansson utställt ett löfte om att inte rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent. Det här löftet fortsätter han att hålla fast vid. Prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning innebär att Riksbanken observerar utfall för KPIF-inflationen som ligger över 1,5 procent i drygt ett halvår innan försiktiga höjningar av reporäntan inleds. Det är ungefär en sådan utveckling som Jansson uppfattar som förenlig med hans löfte och underströk att löftet är obetingat, det vill säga det gäller oavsett hur andra variabler, som normalt sett kan vara relevanta för penningpolitiken, utvecklas.

Under vilka omständigheter skulle det då kunna bli aktuellt att ytterligare lätta på penningpolitiken? Och på vilket sätt skulle detta ske, nu när reporäntan redan är så låg? I både den penningpolitiska rapporten i juli och i utkastet till penningpolitisk uppföljning har direktionen klargjort att ytterligare lättnader av penningpolitiken i första hand kommer att ske genom att fortsätta att sänka reporäntan och senarelägga tidpunkten för

en första höjning. Om det inte räcker kan Riksbanken vidta ytterligare åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv. På så vis, framhöll Jansson, har Riksbanken full beredskap att agera om ett behov skulle uppstå.

När det gäller omständigheter som skulle kunna skapa ett behov av att göra penningpolitiken mer expansiv är det enligt Jansson självklart så att nya försämringar i inflationsutsikterna kommer först. Den uppgång i inflationen som nu har skett gör att läget är lite bättre än tidigare men utrymmet för inflationsövertäckningar på nedsidan förblir, så som han ser det, mycket begränsade.

Jansson ville avslutningsvis ännu en gång vara tydlig med att Riksbankens starka fokus på att nu åstadkomma en stigande inflation inte betyder att riskerna förknippade med hushållens skulder plötsligt har försvunnit. Tvärtom så förblir dessa högst påtagliga och det är sannolikt att de framöver kommer att öka ytterligare. Till detta bidrar bland annat de snabbt stigande bostadspriserna. Men Riksbankens har för närvarande inget utrymme att hjälpa till på det här området, åtminstone inte genom räntejusteringar. Precis som påpekas i utkastet till penningpolitisk uppföljning måste därför andra politikområden dra ett större lass. Och det brådskar nu med åtgärder, såväl inom makrotillsynen, för att dämpa hushållens efterfrågan på krediter, som inom bostadspolitiken, för att åstadkomma ett större och rikare utbud av bostäder.²

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon i stora drag delar den bedömning som görs av utvecklingen för omvärlden och Sverige i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Hon stödjer förslaget att ligga kvar med reporäntan på 0,25 procent.

Hon ställer sig också bakom prognosen om att återhämtningen i omvärlden fortsätter, även om tillväxten i euroområdet reviderats ned till följd av svagare utfall och påverkan från konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Konjunktursignalerna från USA och Storbritannien har samtidigt varit fortsatt starka och utgör ljuspunkter.

Som flera direktionsledamöter varit inne på har BNP-prognosen för Sverige reviderats ned något på grund av svagare utfall och eftersom exporten dämpas av försvagningen i euroområdet. Inflationen i Sverige är fortfarande låg men väntas stiga mot målet vid slutet av prognosperioden som en följd av expansiv penningpolitik och stigande resursutnyttjande, vilket underlättar för företagen att höja sina priser.

Vad gäller räntebanan tycker af Jochnick dock att den i dagsläget är svårbedömd.

Hon kommer inte att reservera sig mot den föreslagna räntebanan men vill lyfta några svårigheter med att i dagsläget göra en ränteprognos för en så lång period som tre år. Reporäntebanan är Riksbankens sätt att visa vilken ränta som använts i prognoserna i det

² Sådana åtgärder efterlystes också av IMF i årets artikel IV-konsultation för Sverige. Se <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14261.pdf>.

penningpolitiska beslutsunderlaget. Under mer normala förhållanden tycker hon att reporäntebanan fyller ett viktigt syfte genom att öppet och transparent kommunicera till marknaden vilken bedömning som görs av reporäntan längre fram. Mot bakgrund av att hon i dagsläget ser ett flertal större osäkerhetsfaktorer framför sig vill hon vara lite mer försiktig med att fästa alltför stort fokus på reporäntebanan längre fram.

Det är framförallt fyra faktorer som hon tror kan få stor betydelse för framtida reporäntebeslut och som det i dagsläget är särskilt svårt att göra prognos över. För det första är det uppenbart att den geopolitiska oron tilltagit men det är mycket svårt att göra mer detaljerade prognoser över effekterna på Sverige av konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Det finns tecken på hur minskad handel mellan Ryssland och länder i Sveriges närområde påverkar tillväxten. Utvecklingen i Finland var redan tidigare svag men påverkas nu än mer negativt av EU:s sanktioner mot Ryssland och Rysslands motsanktioner. Även de baltiska länderna och Tyskland påverkas negativt. Det finns en risk att den svenska ekonomin kommer att påverkas mer än vad som hittills antagits i prognosen, till följd av Sveriges stora handel med länder i Europa.

För det andra är utvecklingen i euroområdet svår att bedöma. Enligt af Jochnick har nedåtriskerna ökat sedan i juli. Skuldanpassningen i privat sektor går betydligt långsammare än i USA. Det finns en risk för svag tillväxt och låg inflation under en längre period än i Riksbankens scenario även om man bortser ifrån geopolitiska risker.

Till det bidrar utvecklingen i det europeiska banksystemet. Just nu pågår en genomgång av kvaliteten på bankernas tillgångar (Asset Quality Review). Dessutom görs stresstester av europeiska banker. Resultaten är ännu inte klara. Men de problem i portugisiska, bulgariska och österrikiska banker som noterats under sommaren visar att det alltfjämt finns problem i det europeiska banksystemet. Kreditgivningen från europeiska banker till företag och hushåll fortsätter att falla om än i långsammare takt även om villkoren för kreditgivningen lättat något. Viktiga frågor att hantera blir att kapitalisera eller strukturera om europeiska banker så att de kan stödja den reala ekonomin.

Det tredje området gäller utländska styrräntor. Enligt bedömningar på marknaden verkar det troligt att styrräntorna höjs först i Storbritannien, därefter i USA och sist i euroområdet. Utländska centralbanker ligger sålunda i olika fas för en första höjning av styrräntorna. Men det går inte att med säkerhet veta när andra större centralbanker kommer att höja sina styrräntor. Men för svensk ekonomi kommer kronans utveckling att vara en viktig faktor som påverkar inflationen. Kronkursen är därför en central variabel för penningpolitiken enligt af Jochnick. För henne är det viktigt att penningpolitiken inte bidrar till en större kronappreciering än den som nu antagits i prognosen. Det talar enligt henne för att Riksbanken kan behöva avvakta med reporäntehöjningar till dess direktionen vet mer om vad andra centralbanker beslutar om styrränta och eventuellt ytterligare kompletterande penningpolitiska åtgärder.

För det fjärde måste penningpolitiken under de kommande åren förhålla sig till såväl finanspolitiska som makrotillsynsåtgärder i Sverige. På båda områdena är det möjligt att effekterna på privat konsumtion blir större än vad som nu bedömts. Det riskerar i så fall att dämpa efterfrågan i svensk ekonomi och i förlängningen även inflationen och därmed påverka bedömningen av reporäntans nivå på sikt. Det är svårt att se att ökade amorteringskrav, eller reducerade ränteavdrag, inte skulle vara återhållande på konsumtionen.

Om överskottsmålet ska nås 2018 så kommer, oavsett sammansättningen på den nya regeringen efter riksdagsvalet, finanspolitiken att behöva stramas åt. Det kan ske genom att öka de offentliga inkomsterna eller genom utgiftsminskningar som urholkar det offentliga åtagandet. Det innebär också risker för att det sker en dämpning av den privata konsumtionen.

Utöver dessa osäkerhetsfaktorer ville af Jochnick också nämna stämningläget bland företag och hushåll. I Konjunkturinstitutets senaste konjunkturbarometer noteras att stämningläget bland svenska hushåll för tillfället är dämpat. Det kan vara en tillfällig notering, men det kan också vara en effekt av diskussionerna om åtgärder för att få ner skuldsättningen. Det kan också vara en effekt av den ökade oron i omvärlden och en osäkerhet om den politiska situationen i Sverige under hösten.

Ett skäl till den långsamma återhämtningen i Sverige har ju under flera år varit företagens osäkerhet om framtiden, vilket håller tillbaka investeringar. Det finns en fortsatt risk att osäkerhet leder till mer försiktiga hushåll och företag. Med lägre tillväxt i konsumtion och investeringar så får vi en svagare utveckling av efterfrågan i ekonomin som också kan påverka inflationen.

Även om af Jochnick på det stora hela delar bedömningen i förslaget till penningpolitisk uppföljning menar hon att det finns tydliga nedåtrisker för svensk ekonomi. En förutsättning för att Riksbanken ska kunna besluta om den första reporäntehöjningen i slutet av 2015, som reporäntebanan indikerar, är att svensk ekonomi utvecklas relativt väl och att ingen av de nedåtrisker som hon nämnt får fäste.

Det innebär sammantaget, enligt hennes bedömning, en risk att penningpolitiken i Sverige kan komma att behöva vara expansiv under en längre tid än vad reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning indikerar för att inflationsmålet på 2 procent ska uppnås.

Den mycket expansiva penningpolitiken ställer stora krav på andra politikområden att agera skyndsamt för att dämpa hushållens skuldsättning. af Jochnick noterar att det låga ränteläget bidrar till allt högre priser på bostadsmarknaden. Prisökningar på bostadsrätter ligger nu i årstakt på 14 procent. Det är också en mycket hög ökningstakt i reala termer eftersom konsumentprisinflationen är så låg. Den höga prisökningstakten åtföljs också, enligt af Jochnick, av en ökad skuldsättning för hushållen.

Om hushållen bedömer att det låga ränteläget blir långvarigt skapar det dessutom incitament för dem att huvudsakligen ta lån med rörlig ränta. Omkring 80 procent av nya lån lämnas nu med rörlig ränta och omkring 55 procent av bolånestocken löper med rörlig ränta. Det gör att hushållen blir alltmer sårbara. af Jochnick delar den syn som Internationella valutafonden (IMF) uttrycker i sin senaste artikel IV-rapport för Sverige om att hushållens höga skuldsättning är en potentiell källa till problem för svensk ekonomi. Regeringen och de statliga myndigheterna behöver därför skyndsamt vidta lämpliga åtgärder för att dämpa skuldsättningen enligt af Jochnick.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen och de penningpolitiska avvägningarna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Den bild som tecknades i juli om en successiv global konjunkturåterhämtning står sig alltså. Men riskfaktorerna mot återhämtningen har ökat och ändrat karaktär något sedan dess. Därför anser hon det rimligt att Riksbanken reviderar ned synen på återhämtningstakten i euroområdet.

Konflikten i Ukraina och upptrappade handelsrestriktioner mellan Ryssland och EU är ett växande osäkerhetsmoment för euroområdets ekonomi, vars återhämtning fortfarande måste beskrivas som skör. Den politiska utvecklingen gällande Ukraina är svårbedömd och därmed också de ekonomiska konsekvenserna, men Skingsley anser att nedåtriskerna dominerar, särskilt för viktiga svenska handelspartners som Tyskland och Finland.

Sedan mötet i juli har emellertid också positiva faktorer tillkommit för de globala konjunktutsikterna, noterade Skingsley. Finansmarknadsutvecklingen visar på något stigande volatilitet, men det sker från låga nivåer. Det är enligt henne ett hälsotecken att vare sig en betalningsinställelse i Argentina eller ett bankfallissemang i Portugal – allvarliga händelser i sig – har haft några större negativa spridningseffekter.

Osäkerheten kring den amerikanska konjunkturåterhämtningen har vidare minskat sedan det blivit tydligt att första kvartalets svaga BNP-utfall var väderrelaterat och tillfälligt. Konjunktursignalerna i USA är starka och i prognosen ligger en fortsatt stark tillväxt där.

I den svenska ekonomin fortsätter de hushållsnära delarna att spela en viktig roll för efterfrågan. Den nedreviderade exporttillväxten och därigenom en svag industrikonjunktur i denna prognos hänger samman med bedömningen om en något svagare omvärldsåterhämtning än vid juli-mötet. Till stor del handlar det om en fortsatt svag konjunkturrell utveckling, men också om strukturella skift som innebär att viss produktion och därmed arbetstillfällen inte kommer tillbaka i sin tidigare form. Penningpolitiken kan stimulera konjunkturåterhämtningen. Konsekvenser av olika typer av strukturella förändringar i industrin, i den mån det är lämpligt, tas dock bäst hand om av andra politikområden.

Ränteläget väntas förbli lågt under lång tid i Sverige. Detta i kombination med de högsta bostadsprisförväntningarna, sett till nettotalen i SEB:s Boprisindikator, bland hushållen sedan 2007 talar för att skuldsättningen i förhållande till hushållens inkomster fortsätter växa. En högre räntenivå skulle på marginalen kunna bromsa detta, men det skulle också förlänga tiden till inflationsmålsuppfyllelse.

För att undvika att hushållssektorn blir alltmer ekonomiskt sårbar är det enligt Skingsley viktigt med en åtgärds mix där låga räntor kombineras med åtgärder som reducerar hushållens vilja att ta på sig ytterligare skuld. Enkelt uttryckt, återhämtningen blir starkare om låga räntor kanaliseras till exempelvis fler investeringar och mer konsumtion av varor och tjänster i stället för fler pantbrev.

Förankrade inflationsförväntningar är en central del i pris- och lönebildningen i ekonomin. Eftersom inflationen under en tid varit låg på bred front gjorde Riksbanken vid juli-mötet en kraftfull penningpolitisk markering för att understryka betydelsen av att inflationsmålsuppfyllelse sker inom rimlig tid. Inflationsutvecklingen sedan dess har överlag utvecklats i linje med prognosen, med prognosavvikelse på en rimlig nivå.

Skingsley avslutade med att säga att den föreslagna räntebanan innebär en lämplig penningpolitisk avvägning, där svagare internationella utsikter speglas i en något nedjusterad reporänta vid slutet av prognosperioden. I likhet med hennes bedömning från i juli anser hon att dagens förslag till prognoser och beslut innebär en tillräckligt snabb målsuppfyllelse.

Om det uppstår en situation där penningpolitiken behöver bli än mer expansiv, bedömer hon att det finns ett ytterligare marginellt utrymme för sänkning av reporäntan och därutöver möjligheten att senarelägga och ändra tidsförloppet för framtida räntehöjningar. Skäl till en ytterligare stimulans från penningpolitiken skulle till exempel kunna vara om de långsiktiga inflationsförväntningarna skulle sjunka snabbt eller ligga betydligt under 2-procentsnivån. Ett annat skäl till varför hon skulle kunna stödja ytterligare stimulans skulle vara om Riksbankens prognos om en starkare krona på längre sikt, av någon anledning skulle komma att infrias snabbare eller mer kraftfullt än vad som antagits.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han stöder också förslaget att låta reporäntan vara oförändrad vid dagens möte.

Ingves förklarade vidare att han inte avsåg reservera sig mot den föreslagna räntebanan men ville diskutera några principiella svårigheter med att göra en prognos för reporäntan på längre horisont i detta läge.

Prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning bygger på bedömningen att det sker en fortsatt återhämtning i omvärlden. Det går dock något trögare i euroområdet än vad som låg i prognosen från i juli. Balansräkningsanpassningen går alltför långsamt i euroområdet, vilket försvårar en återhämtning. Det finns sannolikt mer att göra på banksidan och så länge det inte sker får penningpolitiken ett mindre genomslag än annars. Den ökade geopolitiska oron kring Ukraina dämpar också tillväxten något i euroområdet. I USA och Storbritannien däremot fortsätter läget i ekonomin att förbättras.

Sammantaget innebär prognosen att efterfrågan i omvärlden bidrar till en tillväxt i de länder som spelar störst roll för Sverige på 2 procent i år för att sedan gradvis öka till knappt 3 procent 2016.

Inflationen i omvärlden är fortsatt låg och oljepriset har blivit lägre än i juli-prognosen, trots ökad geopolitisk oro. Men expansiv penningpolitik i flera länder bedöms bidra till att den KIX-viktade inflationen stiger till drygt 2 procent i slutet av prognosperioden. Än en gång ser vi en långsam men gradvis normalisering framför oss.

I Sverige bedöms BNP-tillväxten bli något svagare än i juli-prognosen. Försvagningen i euroområdet bidrar till att exporten växer något långsammare. Tillväxten i år är också nedreviderad på grund av ett svagare BNP-utfall för andra kvartalet än vad som antogs i juli. Arbetsmarknaden har dock utvecklats starkare än väntat.

Inflationen i Sverige är fortfarande låg, men har blivit något högre än i prognosen i juli. Kronan har blivit något svagare än Riksbanken räknade med i juli vilket bidrar till marginellt högre inflation 2015. Inflationen väntas stiga under prognosperioden till följd av expansiv penningpolitik och större möjligheter för företagen att höja priserna. Prisutvecklingen i tjänstesektorn verkar ha stabiliserats samtidigt som varupriserna inte faller lika mycket som tidigare. I slutet av 2014 påverkar de svaga utfallen under 2013 inte längre inflationen. Då bedöms det bli en ganska snabb uppgång av KPIF-inflationen. Här skulle det inte förvåna om prognoserna slår fel från den ena månaden till den andra även om inflationsinriktningen är entydig.

Ett stort och dessvärre varaktigt bekymmer är ojämvikten på bostadsmarknaden i Sverige, vilket bidragit till ökad skuldsättning för hushållen. Under prognosperioden bedöms bostadspriserna fortsätta stiga. Vidare innebär prognosen att skulderna kommer att öka snabbare än inkomsterna. Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst kommer därför att stiga. Läger man till bostadsrättsföreningarnas skulder blir skuldnivån ännu högre. Det här är en utveckling som inte är hållbar och som höjer risknivån i den svenska ekonomin.

Ingves förklarade sedan att han ville säga några ord om utmaningarna för penningpolitiken. Den föreslagna räntebanan är i stort sett densamma som i juli. Det är en marginell nedrevidering i slutet av prognosperioden. Ingves åsikt är dock att framtiden är alltför osviss för att det ska gå att göra en god prognos för penningpolitiken på tre års

sikt. Därför skall man nog inte lägga för stor vikt vid räntebanan långt fram i tiden. En viktig osäkerhetsfaktor gäller hur andra centralbankers penningpolitik kommer att se ut framöver.

Å ena sidan har inflationen blivit lägre än väntat på flera håll i omvärlden under senare år. Räntorna på långa statsobligationer är låga och har fortsatt gå ned i flera länder sedan i juli. Kortare räntor, som speglar förväntningar om penningpolitik, ligger kvar på en mycket låg nivå i Europa och USA. Å andra sidan pågår samtidigt en konjunkturåterhämtning i USA och Storbritannien. Det finns marknadsbedömningar som indikerar att Federal Reserve och Bank of England börjar höja sina styrräntor nästa år medan ECB dröjer längre innan höjningar sker. Men osäkerheten är mycket stor. Här gäller det att positionera Sverige i förhållande till vår omvärld när återhämtningen inte är synkroniserad.

Det är ovisst när andra centralbanker kommer att börja höja sina styrräntor och huruvida fler kompletterande penningpolitiska åtgärder kommer att införas i euroområdet och än mer ovisst i vad mån de påverkar penningpolitikens effektivitet eller på annat sätt ändrar spelplanen. Men det står klart att penningpolitiken i omvärlden kommer att påverka växelkurs, resursutnyttjande och inflation i Sverige. Riksbankens penningpolitik bör därför vara flexibel i den meningen att den beaktar förändringar i andra länders penningpolitik när mer är känt om vilka åtgärder som verkligen kommer att beslutas.

Enligt Ingves är den typen av flexibilitet som han resonerar om i grund och botten inte helt förenlig med att göra reporänteprognoiser på längre horisont än ett halvår till ett år. När omvärlden som idag är ovanligt stökig är det svårt att använda en konventionell analysapparat för prognoser. Till det kommer det helt unika läget med fortsatt låg inflation i Sverige trots att återhämtningen efter krisen varit bättre än i många andra länder i Europa.

För ett litet land med stor utrikeshandel finns ett slags ekonomins dilemma. Det är svårt att förena inhemsk penningpolitik och fria kapitalrörelser, även vid rörlig växelkurs. Styrräntan i stora valutaområden utgör en begränsning för hur självständigt penningpolitiken kan läggas upp i en liten öppen ekonomi som Sverige. Låga styrräntor och kompletterande åtgärder i andra länder riskerar leda till kapitalflöden och växelkursappreciering som håller ned inflationen i Sverige längre än önskvärt.

Ingves slutsats för penningpolitiken är att det i dagsläget råder ovanligt stor osäkerhet om andra centralbankers framtida penningpolitik och att räntebanan är än mer en prognos som kan ändras än ett löfte jämfört med andra beslutstillfällen. Eftersom inflationen legat under målet en längre tid, ser Ingves det inte som särskilt problematiskt om inflationen kommer att skjuta något över målet under en period framöver.

Rådande läge har skapat en olustig mix där å ena sidan inflationen behöver stiga mot målet och å andra sidan hushållens skuldökning är ohållbar. Det är också olyckligt att

penningpolitiken behöver vara mycket expansiv innan skuldfrågan lösts. Det är en risk och det innebär svåra avvägningar. Inflationsmålspolitiken måste kompletteras med meningsfulla makrotillsynsåtgärder, som påpekats av flera internationella organisationer, nu senast i IMF:s skarpa artikel IV-rapport om Sverige.³ Det låga ränteläget ökar riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Avsaknaden av en fungerande bostadsmarknad bidrar till stora risker för det finansiella systemet. Behovet av att hantera hushållens höga och ökande skuldsättning med andra medel än penningpolitik är därför akut. Om så inte sker och skuldökningen accelererar återstår inget annat än att höja räntan innan situationen blir ohållbar.

Ingves avslutade med att kommentera den geopolitiska oron. Konflikten i Ukraina har vägts in i bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppföljning eftersom den bedöms påverka världshandeln och särskilt utvecklingen i Europa. Men det är en genuint svår fråga att göra prognoser på "binära" händelser som plötsligt kan inträffa och förvärpa situationen avsevärt. Skulle något sådant hända krävs en ny och annan bedömning än den som nu diskuteras.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde diskussionen med en kommentar till något som Ekholm tog upp i sitt inlägg. Hon sa att den låga inflationen under senare tid skapat betydande kostnader för svensk ekonomi. Och det, konstaterade Jansson, är ju en uppfattning som också ett antal andra debattörer och kommentatorer framfört.

Att den låga inflationen inneburit att frågetecken rests kring inflationsmålets status är ju något man måste hålla med om, menade Jansson. Det var ju också kanske det viktigaste skälet till att genomföra den stora räntesänkningen i juli. Poängen var att på så vis göra en kraftfull markering om att det nu verkligen finns ett behov av att få upp inflationen.

Men sett till Sveriges realekonomiska utveckling är påståendet betydligt mer tveksamt. Produktionen och arbetsmarknaden har ju efter det att den finansiella krisen bröt ut utvecklats ganska väl, både förloppsmässigt över tid och jämfört med andra länder. Om detta kan det inte råda något tvivel om man tittar på siffrorna, enligt Jansson.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** anknöt till att flera ledamöter påpekat att prognosen för reporäntebanan är mycket osäker. Han sa att han kan hålla med om den beskrivningen, och förmodligen också om bedömningen att osäkerheten nu är ovanligt stor, kanske främst på grund av utvecklingen i euroområdet.

Då kan man fråga sig vad värdet med en så osäker prognos är. Som Flodén ser det är det inte punktskattningen i sig som är intressant. af Jochnick nämnde att reporäntebanan gör

³ Se <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2014/pr14407.htm>.

penningpolitiken mer transparent eftersom den visar vilka antaganden om framtida penningpolitik som har använts i Riksbankens analys. Dessutom, och minst lika viktigt, bidrar Riksbankens prognos för reporäntan till att illustrera den penningpolitiska handlingsregeln, det vill säga hur penningpolitiken kan förväntas reagera på den övriga ekonomiska utvecklingen.

Prognosen för reporäntan kan därför inte frikopplas från prognosen för andra variabler, så som det framtida inflationstrycket, utländska styrräntor och växelkursen. Och prognosen för dessa variabler är också förknippad med mycket stor osäkerhet på något års sikt. Flodén påpekade att han tidigare nämnt att räntebanan indikerar att en första höjning av reporäntan kommer att ske mot slutet av nästa år i ett läge när inflationen är påtagligt högre än idag, där underliggande inflation sedan ett halvår har legat kring två procent och där konjunkturutvecklingen är god. Om det visar sig att inflationen stiger överraskande långsamt, att utländska styrräntor inte höjs, eller om kronan blir starkare än i prognosen kommer det naturligtvis få konsekvenser även för Riksbankens syn på den lämpliga nivån på reporäntan.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** svarade först på Janssons kommentar till hennes inlägg om att den låga inflationen lett till betydande kostnader. Hon förtydligade att hon i första hand avsåg att en inflation under målet under lång tid skadar förtroendet för inflationsmålet och riskerar att minska dess värde som nominellt ankare. Men hon tyckte att det samtidigt kunde vara värt att klargöra att en överskattning av den prognosticerade inflationen medför att realräntan framstår som lägre än vad den i realiteten kommer att vara. Det är realräntan som avgör hur mycket stimulans som penningpolitiken medför. Om de penningpolitiska beslutsfattarna tror att realräntan kommer att vara lägre än vad den faktiskt visar sig vara så kommer de att hålla den nominella styrräntan högre än vad som egentligen krävs för den penningpolitiska inriktning som de har tänkt sig. Av det skälet är inflationsprognosen av central betydelse för att räntebesluten verkligen ska medföra den penningpolitiska stimulans som beslutsfattarna anser är lämplig.

Vidare ville hon liksom Flodén kommentera räntebanans roll. Ekholm ser räntebanan som i första hand ett verktyg för att kommunicera direktions reaktionsfunktion, det vill säga hur direktions som kollektiv reagerar med penningpolitik när förutsättningarna i omvärlden och svensk ekonomi ändras. Genom räntebanan ger direktions vägledning om hur ändrade förhållanden kan förväntas påverka den penningpolitiska inriktningen. När det gäller slutpunkten tre år framåt i tiden finns inte tillräcklig relevant information idag för att med någon större precision fastställa vare sig reporäntans nivå eller nivån på andra variabler då. Det som finns är i princip långsiktiga genomsnitt för olika variabler. Det är därför naturligt att prognosen uppvisar ett mönster där olika variabler alltid rör sig mot sina långsiktiga genomsnitt längre fram under prognosperioden. Enligt Ekholm ger den nuvarande räntebanan dock mer vägledning än vanligt genom att den hamnar på en

betydligt lägre reporänta än ett långsiktigt genomsnitt trots att andra variabler, som inflation och arbetslöshet, är någorlunda nära dessa genomsnitt. Det är en tydlig kommunikation om att reporäntan kommer behöva vara fortsatt låg även efter att makroekonomin i övrigt återgått till det normala.

Ekholm ville slutligen kommentera Flodéns resonemang i hans inledande inlägg om att penningpolitiken kan behöva reagera asymmetriskt i det läge ekonomin befinner sig i nu, med en inflation under målet och en styrränta nära sin undre gräns. Hon instämmer i detta resonemang. Om inflationen överraskar på nedsidan eller om kronan stärks mer än väntat kan penningpolitiken behöva göras mer expansiv. Om inflationen istället överraskar på uppsidan eller kronan försvagas mer än i prognosen ser hon inget omedelbart behov att ändra den penningpolitiska inriktningen.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att han ville säga ytterligare några ord om penningpolitikens genomslag.

Penningpolitiken beskrivs oftast utifrån den penningpolitiskt satta räntan och i mindre utsträckning i relation till de räntor som hushåll och företag faktiskt möter när de lånar. Om man fokuserar på sluträntor är penningpolitiken i Sverige idag mycket expansiv, det är bara tysk och amerikansk företagsränta som är något lägre. I euroområdet sammantaget är både företags- och hushållsräntan högre än i Sverige. Samtidigt är den svenska boräntan lika låg som den svenska företagsräntan. I USA är till exempel boräntan betydligt högre än företagsräntan. Strukturen på den svenska finansmarknaden och avsaknaden av kraftfulla makrotillsynsåtgärder har skapat en situation där hushållen lånar till den lägsta räntan. Det är ett strukturförhållande som är olyckligt eftersom hushållen redan lånar för mycket medan företagen skulle kunna låna och investera mer, enligt Ingves. Mot den här bakgrunden vore ett sätt att få en bättre makroekonomisk effekt av penningpolitiken att se till att hushållen lånar till fast ränta på längre löptider eftersom avkastningskurvan normalt sett lutar uppåt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrevs i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Tillväxten i omvärlden som helhet väntas gradvis stiga de närmaste åren men återhämtningen sker i olika takt. Konjunktursignalerna från USA och Storbritannien är fortsatt starka, men samtidigt väntas nu en något trögare återhämtning i euroområdet, bland annat till följd av den pågående konflikten i Ukraina. Det dämpar även den svenska BNP-tillväxten något jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli.

Samtidigt har arbetsmarknaden utvecklats lite starkare än väntat under sommaren och arbetslösheten har börjat falla. Inflationen är fortsatt låg även om den de senaste

månaderna blivit något högre än väntat. Inflationsprognosen är uppreviderad något i närtid på grund av en svagare krona och något högre arbetskostnader.

I stora drag är konjunktur- och inflationsutsikterna för svensk ekonomi desamma som i juli. Inflationen är fortfarande låg och direktionen var enig om att reporäntan behöver vara kvar på 0,25 procent för att inflationen ska stiga mot målet. Direktionen bedömde att det först mot slutet av 2015 är lämpligt att börja höja räntan. Med den förda penningpolitiken väntas KPIF-inflationen gradvis stiga och nå 2 procent i början av 2016.

Samtidigt konstaterade flera direktionsledamöter att det låga ränteläget innebär fortsatta risker förknippade med hushållens höga skuldsättning och att det är nödvändigt att andra politikområden vidtar åtgärder för att hantera dessa.

Flera ledamöter diskuterade på lite olika sätt räntebanans roll i ljuset av den ovanligt stora osäkerhet som råder kring den ekonomiska och penningpolitiska utvecklingen i omvärlden.

Några ledamöter resonerade också kring hur penningpolitiken ska reagera på ny information och landade i slutsatsen att penningpolitiken i närtid bör reagera asymmetriskt så att ny information som tyder på högre inflation än väntat inte behöver föranleda en mindre expansiv penningpolitik.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen torsdagen den 4 september 2014 kl. 9.30,
- att behålla reporäntan på 0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen 10 september 2014,
- att torsdagen den 4 september 2014 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 17 september 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

