



Penningpolitiskt protokoll

OKTOBER 2014

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 27 oktober beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan till noll procent och att justera ner reporäntebanan.

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

Utsikterna för USA och Storbritannien är fortsatt goda. Men inflationen i omvärlden väntas bli lägre och återhämtningen i euroområdet väntas gå långsammare än i tidigare bedömning.

I Sverige stärks konjunkturen och arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Ändå är inflationen låg och inflationstrycket väntas bli lägre än i tidigare bedömning.

Direktionen var därför enig om att penningpolitiken behöver vara ännu mer expansiv för att inflationen ska stiga och nå målet och för att inflationsförväntningarna ska förbli förankrade vid 2 procent.

Alla i direktionen förespråkade att reporäntan sänks till noll och att reporäntebanan sänks påtagligt. Den låga räntan ökar efterfrågan i ekonomin, vilket bidrar till att inflationen stiger. KPIF-inflationen väntas i prognosen nå 2 procent under första halvåret 2016. Som konstateras i utkastet till penningpolitisk rapport kan ändrade förutsättningar innebära att penningpolitiken behöver anpassas. Till detta kommer att Riksbanken har samma möjligheter som andra centralbanker att vidta ytterligare åtgärder för att öka stimulansen i penningpolitiken.

Men den låga räntan bidrar också till att förstärka trenden med stigande bostadspriser och skuldsättning hos hushållen. Det riskerar att leda till problem för såväl enskilda hushåll som ekonomin i stort. Med ett så här lågt ränteläge underströk flera ledamöter att det är ännu mer angeläget att andra politikområden nu hanterar dessa risker.

Vid mötet diskuterades även utbudsfaktorernas roll när inflationsutvecklingen analyseras, liksom räntebanans roll i ljuset av den osäkerhet som nu råder kring den ekonomiska och penningpolitiska utvecklingen i omvärlden.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 5

DATUM: 2014-10-27
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
Martin Flodén
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Cecilia Skingsley

Susanne Eberstein, fullmäktiges
ordförande

Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Christoffer Grände (§ 1)
Tobias Helmersson (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson
Eva Julin
David Kjellberg
Anna Lidberg
Henrik Lundvall
Ann-Leena Mikiver
Christina Nyman
Maria Sjödin
Ulf Söderström
David Vestin

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Anna Lidberg skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Tobias Helmersson från avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har svagare tillväxtutsikter lett till en större osäkerhet på de finansiella marknaderna och en minskad efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Sammantaget har effekterna dock varit begränsade. Aktiemarknaderna har återhämtat sig i varierande utsträckning och med undantag för Grekland så har förändringarna i räntorna på de krisdrabbade euroländernas statsobligationer varit små.

Givet konjunkturbilden väntas de större centralbankerna alltså gå i otakt vad gäller utvecklingen av styrräntor. Federal Reserve och Bank of England går mot en mindre expansiv penningpolitik och väntas enligt marknadsprissättningen höja sina styrräntor under andra halvåret 2015, medan ECB nyligen har sänkt styrräntan och lanserat tillgångsköpsprogram.

Kronan har fortsatt att försvagas mot den amerikanska dollarn men har förstärkts något mot euron och det brittiska pundet. Sammantaget, i handelsvägda termer, innebär det en i stort sett oförändrad kronkurs sedan den penningpolitiska uppföljningen i september. Det råder en samstämmig uppfattning bland analytiker och marknadsaktörer om att reporäntan sänks vid dagens möte och att tidpunkten för Riksbankens första höjning skjuts framåt.

Ulf Söderström, tillförordnad biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport 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 16, 17 och 20 oktober. På ett möte med direktionen den 22 oktober bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Inflationsutfallet blev oväntat lågt i september. Då inflationstrycket också bedöms bli lägre än i tidigare prognos har prognosen för inflationen reviderats ned jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september. Inflationen mätt med KPIF väntas nu nå 2 procent under första halvåret 2016. Tidpunkten för när inflationen väntas nå målet är således framskjuten jämfört med i september.

I omvärlden väntas en återhämtning. Den väntas dock gå långsamt och i otakt, där konjunktursignalerna från USA och Storbritannien är fortsatt starka medan den redan svaga prognosen för euroområdet har reviderats ned ytterligare. Prognosen för BNP-tillväxten för omvärlden som helhet är därför något lägre jämfört med bedömningen i september.

Sammantaget är prognosen för BNP i Sverige något uppreviderad för innevarande år, men något lägre 2015 till följd av de svagare utsikterna för omvärlden. Inflationen mätt

med såväl KPI som KPIF är nedreviderad jämfört med i september. Arbetslösheten väntas sjunka framöver, men långsammare än vad som tidigare prognostiserats. Skuldkvoten har reviderats ned bakåt i tiden på grund av nya beräkningar av hushållens disponibla inkomst. Den lägre räntebanan och något högre utfall för skulder och bostadspriser än väntat gör dock att skuldkvoten mot slutet av prognosperioden når samma nivå som i den penningpolitiska uppföljningen i september.

För att inflationen ska stiga mot målet behöver reporäntan sänkas och vara låg under en lång tid framöver. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är betingade på att reporäntan sänks till noll procent vid dagens möte och börjar höjas först under 2016, när inflationen tydligt tagit fart.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport, förslaget till räntebana och förslaget att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

Redan i prognosen i september hade Riksbanken en ganska pessimistisk bild av utvecklingen i euroområdet, men de senaste månadernas ekonomiska utfall och indikatorer har ändå överraskat på nedsidan, menade Flodén. Osäkerheten på de globala finansmarknaderna har också ökat. Till detta kommer att oljepriserna har fallit snabbt, inflationen har överraskat negativt i flera länder, och indikatorer på långsiktiga inflationsförväntningar har fortsatt att falla i såväl euroområdet som i USA. I ljuset av denna utveckling har prognosen för omvärldens inflationstryck och styrräntor reviderats ned. Såväl det lägre inflationstrycket som de lägre styrräntorna i omvärlden spiller över i ett lägre svenskt inflationstryck.

Flodén konstaterade att utvecklingen i Sverige har varit mer blandad i förhållande till den tidigare prognosen. Men för penningpolitiken konstaterade han att den dominerande händelsen var att inflationsutfallet för september blev avsevärt lägre än Riksbankens prognos, och att det låga utfallet inte enkelt kan förklaras av någon enskild tillfällig faktor. I kombination med att inflationen upprepade gånger har överraskat på nedsidan såg han det som motiverat att det svaga inflationsutfallet medför att prognosen för det framtida inflationstrycket sänks, enligt förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport.

Inflationen är långt under målet och har varit så under en lång tid. För att bevara förtroendet för inflationsmålet, framhöll Flodén, är det av största vikt att penningpolitiken fokuserar på att föra inflationen tillbaka mot eller över två procent. Vid tidigare penningpolitiska möten har han därför förklarat att penningpolitiken måste reagera på ny information som medför en lägre prognos för det framtida inflationstrycket. Att han nu förespråkar en räntesänkning och en nedreviderad räntebana, följer därför av att han ser

att den svagare omvärldsutvecklingen och det låga svenska inflationsutfallet bidrar till ett lägre inflationstryck i Sverige.

Förändringen av räntan och räntebanan beror alltså inte på en förändrad penningpolitisk strategi utan på att den ekonomiska prognosen har ändrats. Liksom vid det penningpolitiska mötet i september, menade Flodén att kombinationen av ekonomisk prognos och räntebana i utkastet till penningpolitisk rapport innebär att reporäntan kommer att ligga kvar på noll även när inflationen snabbt stiger mot målet, tillväxten är god och arbetslösheten faller. När reporäntan enligt prognosen höjs vid mitten av 2016 ligger KPIF-inflationen på två procent, både inklusive och exklusive energipriser. KPIF-inflationen har då legat över 1,5 procent i mer än ett halvår samtidigt som KPIF-inflationen exklusive energi under samma tidsperiod har legat nära 2 procent.

Liksom vid tidigare penningpolitiska möten ville Flodén inte låsa fast sig vid att behöva ha sett precis en sådan utveckling innan reporäntan kan höjas. Avgörande för hans beslut i den frågan kommer fortfarande att vara hur inflationsprognosen ser ut då, och hur säker man kan vara på att inflationen är och förblir på en nivå som gör att förtroendet för inflationsmålet består.

Avslutningsvis ville Flodén utveckla hur han ser på den penningpolitiska reaktionsfunktionen när reporäntan nu sätts till noll. Enligt förslaget till räntebana är den förväntade framtida reporäntan noll till och med första kvartalet 2016. Eftersom utrymmet för sänkningar av reporäntan till negativa nivåer är begränsat, eller kanske obefintligt, påpekade han att sannolikheten att reporäntan sänks från dagens nivå är liten. För att den förväntade framtida räntan ska vara noll måste även sannolikheten att räntan höjs vara liten under den period där räntebanan har lagts på noll. Det här resonemanget kan luckras upp något om man beaktar möjligheterna att göra penningpolitiken mer expansiv på andra sätt än genom räntesänkningar. Men Flodéns slutsats är ändå att det krävs omfattande upprevideringar av inflationsutsikterna innan en höjning av reporäntan kan övervägas under den här tidsperioden.

Ett annat sätt att uttrycka detta är att positiva inflationsövertäckningar är välkomna när inflationen nu har varit låg länge. Han har svårt att se skäl att höja reporäntan för att motverka ett högre inflationstryck det kommande dryga året, även om inflationsprognosen skulle revideras upp så att inflationen tydligt skjuter över målet på medellång sikt.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon i stora drag delar den bedömning som görs i den penningpolitiska rapporten över utvecklingen i Sverige och omvärlden, och stödjer förslaget att sänka reporäntan till noll procent och att skjuta på räntebanan så att den första räntehöjningen kommer först i mitten av 2016.

af Jochnicks bedömning är att den globala utvecklingen är något svagare än vad som tidigare bedömts, men att det fortsatt ser förhållandevis bra ut i till exempel USA och

Storbritannien. Hon menade dock att det är lite bekymmersamt att tillväxten inte riktigt vill ta fart i stora delar av den utvecklade världen. Trots historiskt låga räntor och expansiv penningpolitik är återhämtningen långsam samtidigt som inflationen har blivit lägre än väntat och inflationsförväntningarna har fallit i flera länder.

af Jochnick pekade vid förra mötet i september på ett antal nedåtrisker under prognosperioden. Eftersom det är knappt två månader sedan det mötet är hennes bedömning av framtiden i stora drag densamma nu. Hon bedömer dock att det idag råder en något större osäkerhet om utvecklingen i framförallt euroområdet, vilket också skapar osäkerhet vad gäller förutsättningarna för tillväxt i Sverige. Det är framförallt den något svagare utvecklingen i Tyskland, som varit dragloket i euroområdet, som oroar henne.

Det är inte bara inflationen i Sverige som är låg utan inflationen i många länder är lägre än väntat som en följd av låg efterfrågan och lägre priser på olja och livsmedel, konstaterade af Jochnick.

af Jochnick delar bedömningen att återhämtningen i Sverige fortsätter men att den präglas av en långsamt stigande efterfrågan, och räknar med att BNP-tillväxten i år blir nästan 2 procent och nästa år nästan 3 procent. Den positiva bild av framtiden som hushåll och företag gav uttryck för strax före sommaren har återigen vänts till osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. Det är viktigt att denna osäkerhet inte får fäste i hushållens och företagens konsumtions- och investeringsplaner, menade hon.

Jämfört med den bedömning som gjordes i september var inflationsutfallet för september väsentligt lägre än väntat. Enligt af Jochnick beror det delvis på internationella faktorer. Svag efterfrågan och svag inflation i euroområdet samt mycket dämpade internationella råvarupriser har bidragit till oväntat låg inflation i Sverige och flera andra länder. Men eftersom inflationsnedgången varit bred i Sverige, där det handlar om både varupriser och tjänstepriser, menade hon att det är viktigt att fortsätta analysera de bakomliggande faktorerna till det lägre inflationstrycket i svensk ekonomi. Hon konstaterade att företagen uppenbarligen har haft svårt att föra över sina kostnadsökningar till de priser konsumenterna möter. I Riksbankens företagsundersökning anger företagen också att osäkerheten är högre än normalt. Det finns dessutom tecken på att ökande konkurrens hållit tillbaka prisökningarna. Trots att det inte fullt ut är klart varför inflationstrycket är så lågt, bör räntan enligt af Jochnick sänkas till noll och därmed ytterligare understryka Riksbankens ambition och vilja att stödja svensk ekonomi så att efterfrågan får fäste och inflationen så småningom stiger till 2 procent. Förhoppningsvis kommer detta också att påverka inflationsförväntningarna positivt så att de förblir förankrade vid 2 procent på längre sikt.

Med en reporänta på noll procent och en reporäntebana som innebär att styrräntan är oförändrad fram till mitten av 2016 är penningpolitikens fokus tydligt: att stödja svensk ekonomi och få upp inflationen till 2 procent.

Med låga räntor under lång tid skapas förutsättningar för företag att finansiera investeringar för att möta en ökad efterfrågan. af Jochnick påpekade att jämfört med många länder i euroområdet växer bankernas utlåning till företag samtidigt som företagsobligationsmarknaden fått allt större betydelse i Sverige. Sveriges exportberoende gör dock att det inte enbart är med låga räntor och tillgång till finansiering som efterfrågan i ekonomin stiger. Efterfrågan på svenska varor och tjänster måste också komma från utlandet, menade hon. Med en ökad efterfrågan kommer också minskad arbetslöshet och högre tillväxt. Sammantaget räknar hon med att en fortsatt återhämtning i omvärlden och en mycket expansiv penningpolitik bidrar till att resursutnyttjandet ökar och att inflationen når målet.

Den senaste tidens utfall pekar på att arbetsmarknaden fortsätter att stärkas, enligt af Jochnick. Arbetslösheten föll i september till 7,7 procent i säsongsrensade termer i Sverige och den konjunkturella delen av arbetslösheten bedöms fortsätta gå ned successivt när efterfrågan ökar. Det finns dock även strukturella problem på arbetsmarknaden som inte kan reduceras med penningpolitiska medel utan som ställer krav på åtgärder på andra politikområden. I den senaste utgåvan av Penning- och valutapolitik finns en intressant artikel som analyserar hur sammansättningen av arbetslösheten utvecklats och hur matchningen på arbetsmarknaden fungerar.¹ af Jochnick noterade att resultaten av analysen tyder på att det kvarstår problem med matchningen. Den visar också att en stor del av den försämrade matchningen efter krisen kan förklaras av förändringar i sammansättningen av gruppen arbetslösa, där allt fler idag är personer med sämre anknytning till arbetsmarknaden. De arbetslösa som Arbetsförmedlingen definierar som tillhörande utsatta grupper växer och svarar nu för 60 procent av de inskrivna arbetslösa. För att arbetslösheten ska minska mer tydligt är det viktigt att åtgärder fokuseras på de utsatta grupperna. Hon konstaterade att penningpolitiken inte kommer att kunna påverka strukturella problem på arbetsmarknaden vad gäller sammansättning och matchning.

af Jochnick påpekade vidare att euroområdet lider av att strukturella reformer inte vidtagits i den omfattning som hade behövts efter finanskrisen. Ett centralt dilemma är behovet att dra ner skuldsättningen i såväl privat som offentlig sektor. De låga räntorna har sannolikt bidragit till att skuldsaneringen inte kommit till stånd. Hon var orolig för att det med mycket låga räntor under lång tid skapas felaktiga incitament i ekonomin och att

¹ Se Christina Håkanson (2014): "En tudelad arbetsmarknad – om matchningen på den svenska arbetsmarknaden efter den ekonomiska krisen", Penning- och valutapolitik 2014:2, Sveriges Riksbank.

detta på lite längre sikt kan leda till problem både för tillväxten och för den finansiella stabiliteten.

af Jochnick refererade till en nyligen publicerad rapport² där det framgår att euroområdet, Sverige och många fler länder inte dragit ner sin totala (inhemska och externa) skuldsättning utan tvärtom ökat skulderna i förhållande till BNP efter den finansiella krisen. Författarna menar att den allt större skuldbördan blir en stor hämsko för många länder och hindrar tillväxten att ta fart. Trots de låga räntorna är detta ett problem. Rapportens slutsatser understryker vikten för Sverige av att på ett ansvarsfullt sätt vidta åtgärder som begränsar hushållens skuldsättning så att man inte hamnar i ett läge där skuldsättningen leder till lägre tillväxt och ökad arbetslöshet.

Som af Jochnick ser det vilar det därför ett tungt ansvar på regeringen och dess myndigheter att skyndsamt bedöma hur de svenska hushållens skuldsättning ska hanteras för att utvecklas på ett mer hållbart sätt. Hennes bedömning är att ju längre åtgärder skjuts fram, desto svårare blir det eftersom hushållen blir allt mer känsliga för störningar ju större skuldstocken blir. Att vänta och se eller hoppas att skuldsättningen löser sig på annat sätt skulle vara att bygga problem för framtiden och sannolikt leda till mycket negativa effekter på svensk ekonomi, menade hon.

Sammanfattningsvis ville af Jochnick uttrycka sitt stöd till förslaget till penningpolitiskt beslut, men peka på två områden som är av betydelse för penningpolitiken längre fram. Det handlar om att förbättra arbetsmarknadens funktionssätt och att begränsa hushållens skuldsättning.

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 rapport.

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har den globala utvecklingen föranlett ett antal nedrevideringar som återfinns i utkastet till penningpolitisk rapport. Återhämtningen i euroområdet väntas bli ännu långsammare än i den tidigare bedömningen och det globala inflationstrycket behöver revideras ned bland annat till följd av ett lägre oljepris. Samtidigt väntas negativa överraskningar i inflationen i många länder få flera av världens centralbanker att föra en expansiv politik under ytterligare en tid och dessutom öka expansiviteten, vilket resulterat i en nedrevidering av prognosen för omvärldens styrränta.

Den svenska ekonomin har växt bättre än väntat, fortsatt driven av inhemska faktorer. Men eftersom Sverige är en liten, utrikeshandelsberoende och industriinriktad ekonomi,

² Se Buttiglione et al. (2014): "Deleveraging? What deleveraging? The 16th Geneva Report on the World Economy", <http://www.cepr.org/content/deleveraging-what-deleveraging-16th-geneva-report-world-economy>.

innebär omvärldens fortsatta svårigheter att utsikterna för kommande år behöver revideras ner något också för Sverige.

Skingsley konstaterade att inflationen har varit oönskat låg länge men redan innan dagens beslut om reporäntan ville hon påminna om att penningpolitikens genomslagskraft i den svenska ekonomin kan beskrivas som stark vid en internationell jämförelse.

Hon tänker då både på att svenska utlåningsräntor till företag generellt är lägre än i snittet av euroländerna och att utlåningsexpansionen till företagen är större. Även räntorna på hushållens bolån är i Sverige lägre än eurogenomsnittet.

Men eftersom inflationen fortfarande utvecklar sig svagare än väntat, driven av de faktorer hon beskrivit, och eftersom förväntningar om inflationsmålsuppfyllelse är en viktig del i pris- och lönebildningen, så finns det skäl att ytterligare sänka reporäntan. Dagens reviderade räntebana innebär också att tidpunkten för den första höjningen prognostiseras att ske senare än i bedömningen i september, och först när inflationen tydligt tagit fart.

Om förutsättningarna för penningpolitiken ändras så kan den behöva anpassas. Skulle penningpolitiken behöva bli mer expansiv handlar det i första hand om att senarelägga en höjning av reporäntan. I likhet med andra centralbanker som har nått nollräntenivån för penningpolitiken har också Riksbanken möjligheter att använda ytterligare åtgärder, påpekade Skingsley.

Med ännu lägre ränta under ännu längre tid såg Skingsley skäl att återigen ta upp frågan om vad det betyder för hushållens vilja att ta upp nya lån. På bostadsmarknaden stiger priserna alltjämt och prisökningsförväntningarna befinner sig nära historiskt höga nivåer. Den nuvarande kreditexpansionstakten på dryga 5 procent ser därmed ut att fortsätta, med risk att öka ytterligare. Riksbanken har sedan länge efterlyst ekonomisk-politiska åtgärder som begränsar ytterligare skulduppbyggnad och det är hög tid att sådana åtgärder verkställs, underströk hon.

Förslag till olika former av högre och mer tvingande amorteringsambitioner är nu uppe till diskussion vilket är välkommet, menade Skingsley. Det är viktigt att ha i åtanke att det finns invändningar mot varje enskild åtgärd men hon ser inte det som skäl till att istället vara passiv och låta den fortsatta kreditexpansionen skapa mer sårbarhet i hushållssektorn.

Skingsley menade att den svenska debatten om hushållens stigande skulder märkligt nog har präglats av uppfattningen att Sverige skulle skilja sig från alla andra länder och kunna ha växande skulder utan växande risker. Längre förekom ståndpunkten att inga åtgärder ska vidtas för att hushållens skuldsättning inte är något problem. På senare tid förekommer ståndpunkten att inga åtgärder ska vidtas för att hushållens skuldsättning

har blivit ett sådant stort problem att åtgärder mot den riskerar att skada konjunkturförloppet.

Nog är det svårt att veta något säkert om var de kritiska nivåerna ligger, påpekade Skingsley, bland annat eftersom erfarenheterna skiftar mellan olika länder. Som ett första steg behöver skuld tillväxten dock begränsas och det är viktigt att börja nu när räntorna är låga. I ett senare skede med högre räntor och av allt att döma högre skulder kommer dessa förändringar inte att bli lättare för samhällsekonomin.

Skingsley ville också avslutningsvis säga några ord om tänkbara utvecklingsinriktningar för inflationsanalysen framåt. Låg inflation har blivit ett allt mer internationellt fenomen och det stora flertalet prognosmakare har överraskats av utvecklingen. Den period med låg inflation vi nu genomgår både i Sverige och internationellt, i kölvattnet av finanskrisen, brukar mestadels förklaras med att efterfrågan är för låg för att prisökningar ska kunna ske på ett normalt sätt.

Men sett i ett längre perspektiv, och tillbaka till åren innan den globala finanskrisen, var den generella bilden att inflationen globalt trendade nedåt, särskilt under 1990-talet. Det gällde alltså även under perioder med stark tillväxt. I den fasen diskuterades låg inflation utifrån en bredare analysansats än vad Skingsley anser att centralbanksvärlden gör idag.

Skingsley konstaterade att kort och enkelt beskrivet kan man se låg inflation utifrån såväl ett utbuds- som ett efterfrågeperspektiv och beroende på den underliggande analysen kunde också den penningpolitiska responsen skifta. Utbudsdriven låg inflation eller till och med fallande priser, till exempel på grund av ökande produktionskapacitet inom olika sektorer, är omständigheter som inte självklart skulle innebära lättare penningpolitik.

I Riksbankens egen enkät om företagens prissättning bekräftas bilden av att låg efterfrågan som ett viktigt skäl till låga prisökningar.³ Men en ännu större andel av de svarande företagen anger högre konkurrens som det främsta skälet till låga prisökningar. Till exempel gör informationsteknologins verktyg att kostnaderna numera är extremt låga för i stort sett alla aktörer, oavsett plats i förädlingskedjan, för att hitta lämplig tjänst eller vara till det pris man är beredd att betala.

Detta är bara ett exempel på evolutioner i samhällsekonomin som centralbanker i allmänhet måste bli bättre på att förstå, menade Skingsley. Det är möjligt att det bara handlar om de gradvisa teknologiska förändringar som alltid sker i en ekonomi. Men innan det går att hävda det med något mått av säkerhet, så anser hon att det vore önskvärt med en fördjupad analys också av utbudssidan i ekonomin.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sade inledningsvis att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk

³ Se Apel, Mikael, Frohm, Eric, Hokkanen, Jyry, Nyman, Christina och Palmqvist, Stefan (2014), Resultat från en enkät om företagens prissättning. *Ekonomisk kommentar* nr 4, 2014. Sveriges riksbank.

rapport. Han ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan till noll procent och den nya prognosen för räntebanan, även om han ville poängtera att den förstås är mycket osäker på längre sikt.

Ingves konstaterade att återhämtningen i omvärlden går något trögare än väntat. Främst är det i euroområdet som tillväxten är svag. En förklaring är att euroländerna påverkas av att skuldanpassningen i offentlig och privat sektor gått alldeles för långsamt, samtidigt som underkapitaliserade banker har svårt att öka utlåningen fastän man kan låna i centralbanken synnerligen förmånligt. Till det kommer svagare framtidstro, bland annat till följd av fortsatt geopolitisk oro, men också en allmänt lägre global efterfrågan. BNP-tillväxten är därmed nedreviderad i euroområdet under prognosperioden.

Inflationen i euroområdet är fortsatt låg. Ett skäl är prisfall på energi och livsmedel, konstaterade Ingves. Det svaga resursutnyttjandet och pågående kostnadsanpassning i flera krisländer bidrar till att hålla ned inflationstrycket. Han noterade också att inflationsprognosen för euroområdet är nedreviderad.

Återhämtningen i omvärlden är fortfarande ganska ojämn mellan olika regioner. För flera länder är det inte några påtagliga prognosrevideringar jämfört med i september. I USA och Storbritannien fortsätter återhämtningen i linje med den tidigare bedömningen. I Kina sker en väntad inbromsning från mycket höga tillväxttal. Ingves konstaterade att bilden med andra ord är lika spretig som tidigare. Europa går åt ett håll och resten av världen åt ett annat.

Generellt ökad osäkerhet kan komma att påverka styrkan i den globala återhämtningen. Den geopolitiska oron kring Ukraina och Ryssland samt Mellanöstern och svagare framtidstro kan ha bidragit till den ökade osäkerheten. Ingves påpekade att oljepriset oftast brukar stiga i samband med geopolitisk oro, men nu har oljepriset istället fallit. Sannolikt beror det både på dämpad internationell efterfrågan på olja och på ett ökat utbud från USA:s skifferoljetillgångar och några traditionella oljeproducenter, sade han och konstaterade samtidigt att oljeprisnedgången har dämpat inflationen internationellt.

Låg inflation och dämpade inflationsförväntningar har bidragit till lägre räntor på statsobligationer i flera länder. Ingves konstaterade att ECB har sänkt styrräntan till vad de anser vara dess nedre gräns, 0,05 procent, och annonserat ytterligare åtgärder för att återställa transmissionsmekanismen i euroområdet och stimulera utlåningen till hushåll och företag. ECB:s översyn av kvaliteten på bankernas tillgångar, Asset Quality Review, och stresstest är en integrerad del av den här strategin, och Ingves uttryckte en förhoppning om att den kommer att bidra till att bankernas kreditgivning tar fart igen och att de sluträntor som hushåll och företag möter sjunker. Han menade att publiceringen av översynen i själva verket kan visa sig bli viktigare än köpen av tillgångsbaserade värdepapper, eftersom marknaden för sådana är rätt begränsad i euroområdet. Han underströk att det är mycket svårt att prognostisera vilka effekter ECB:s

åtgärder kommer att få på BNP och inflationen i euroområdet, men rimligtvis är effekterna positiva.

Ingves noterade vidare att den svaga utvecklingen i euroområdet redan har påverkat ekonomin i Sverige i hög grad. Exporten har varit svag och investeringarna har hållits tillbaka, särskilt i början av året. Men konsumtionstillväxten förväntas bli god och bostadsinvesteringarna ligga kvar på en hög nivå. Exporten och företagens investeringar väntas ge ökade bidrag till BNP-tillväxten från och med nästa år, när tillväxten i omvärlden gradvis blir starkare. Det är ett konjunkturmönster han sade sig känna igen.

På arbetsmarknaden har sysselsättningen ökat något mer än väntat under tredje kvartalet i år. Men samtidigt steg arbetskraftsdeltagandet, vilket medförde att arbetslösheten sjönk i mindre omfattning. Framöver räknar Ingves med en mer markant nedgång i arbetslösheten, i takt med att konjunkturen stärks. Arbetskraften kommer också i högre grad framöver att bestå av grupper som står längre ifrån arbetsmarknaden. Sammantaget bidrar det tillsammans med den nya konjunkturprognosen till att arbetslösheten minskar något långsammare än i föregående bedömning.

Ingves konstaterade att inflationen åter har blivit lägre än väntat. Priserna på livsmedel, varor och tjänster har de senaste två månaderna sammantaget blivit lägre än prognos. De låga livsmedelspriserna är ett globalt fenomen som hållit tillbaka inflationen inte bara i Sverige. De internationella råvarupriserna på livsmedel var i september nästan 7 procent lägre än för ett år sedan. Varupriserna, exklusive livsmedel, föll i september något mer än vad de genomsnittligt brukar. Tjänstepriserna, som har stor vikt i KPI⁴, ökade betydligt mindre än vad de genomsnittligt gör. Han påpekade också att priserna på olja, el och andra råvaror inte har bidragit till stigande inflation.

Ingves konstaterade att detta innebär att inflationen än en gång har felbedömts. Givet hur realekonomin har utvecklats borde inflationen vara högre än vad den är. Han menade att det betyder att osäkerheten nu är ovanligt stor att hantera vid penningpolitiska beslut. Dels handlar det om frågor att borra djupare i. Framtidsosäkerhet, teknikomvandling, särskilt i tjänstesektorn, samt ökad global konkurrens kan exempelvis bidra till att förklara inflationsutvecklingen. Dels handlar det om att skaffa mer kunskaper om utbudssidan. I den mån låg inflation i Sverige och andra länder beror på utbudseffekter av olika slag kan det i sig bidra till en positiv stimulans för företag och hushåll framöver. Jämför man svensk KPIF och KPI mätt med KIX-vikter ser båda ganska lika ut, enligt Ingves, och det väcker frågan hur mycket den inhemska penningpolitiken kan klara av oberoende av vad som sker i resten av världen.

Men för penningpolitiken såg Ingves det som naturligt att sänka räntan till noll vid dagens möte och att utgå ifrån att den kommer att ligga kvar där till mitten av 2016. Han

⁴ 44 procent

konstaterade att inflationen är oväntat låg. Tillsammans med ett lägre internationellt pristryck innebär det att inflationen väntas bli lägre även under de närmaste två åren. I takt med att resursutnyttjandet stiger borde löner och priser öka snabbare. Stigande importpriser väntas också bidra till att inflationen ökar. Han framhöll att med den penningpolitik som nu förs har Sverige bland de lägsta räntorna i Europa, en kreditväxt som är betydligt snabbare och det finns inte några direkta svårigheter som trasslar till transmissionsmekanismen. Penningmängden, M1, växer med 10 procent. Från ett finansiellt perspektiv är med andra ord penningpolitiken mycket expansiv och bör leda till stigande inflation, enligt Ingves. Utvecklas ekonomin som förväntat bör det inte finnas behov av andra penningpolitiska åtgärder.

Samtidigt är det viktigt att noga följa hushållens växande skuldsättning. Å ena sidan är inflationen låg och efterfrågan behöver hållas uppe. Å andra sidan lånar hushållen för mycket och det är en ekvation som inte går ihop. Under prognosperioden väntas skulderna öka snabbare än inkomsterna, vilket innebär att skuldkvoten stiger. Enligt Ingves är läget ohållbart. I grund och botten handlar det för honom om att ekonomin egentligen skulle behöva två olika styrräntor: en för hushållen och en för företagen. Nu är det inte möjligt att åstadkomma med penningpolitiska medel. Det måste då åstadkommas på annat sätt, till exempel med tydliga amorteringskrav eller reducerade ränteavdrag för hushållens bostadslån. Uteblivna beslut inom det här området hotar den ekonomiska utvecklingen och i förlängningen också penningpolitiken, menade Ingves.

En annan osäkerhet gäller hur andra centralbankers penningpolitik kommer att se ut framöver. Ingves påpekade att det inte med säkerhet går att veta när andra centralbanker kommer att börja höja sina styrräntor, eller säga något om vilka effekterna blir av kompletterande penningpolitiska åtgärder i euroområdet.

När omvärlden är stökig är det svårt att använda en konventionell analysapparat för prognoser. Man kan inte fånga allt med modeller, menade Ingves och tillade att modeller är bra på att räkna ut ett framtida medelvärde för produktion eller inflation. Men modeller är inte bra på att fånga risken för mycket negativa scenarier. Han kunde exempelvis inte utesluta ett riskscenario som utgår ifrån att maktotillsynen eller bostadspolitiken inte förmår hantera alla risker med hushållens skuldsättning. Då riskerar bibehållandet av nollränta allt för länge öka sannolikheten för en inhemsk kris orsakad av hushållens skuldsättning.

Ett annat riskscenario som Ingves befarar kan realiseras är att andra centralbankers penningpolitik fortsätter att vara stimulerande längre än vad Riksbanken räknar med. Låga styrräntor och kompletterande åtgärder i andra länder riskerar då att leda till kapitalflöden och växelkursappreciering, som håller nere inflationen i Sverige längre än önskvärt.

För Ingves handlar penningpolitik i dagsläget därför om riskhantering, och inte om "fine tuning" till sista decimalen på tre års horisont. Han efterfrågade en ödmjuk inställning och underströk att det är svårt att enbart med hjälp av penningpolitiken kompensera för en mycket svag omvärldsutveckling. Han konstaterade att inflationen är mycket låg i huvudscenariot i utgångsläget. Utvecklingen är osäker i omvärlden och bedömningen är att räntan kommer att ligga på noll ända tills det står klart att inflationen kommer att nå målet. Ingves avslutade med att konstatera att om någon oförutsedd händelse inträffar som kullkastar denna bedömning, blir det till att få laga efter läge längre fram.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att inflationen fortsätter att vara mycket låg. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har två nya inflationsutfall publicerats. Det senaste utfallet för september var nästan 0,4 procentenheter lägre än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen. Jansson konstaterade att det var ett rejält bakslag mot bakgrund av att just utfallet för september skulle utgöra lite av en inledning till en högre trendmässig inflationstakt. Men så blev det alltså inte, sade han.

Jansson påpekade att huvudfrågan, som vid ett antal tillfällen tidigare det senaste året, i den här prognosomgången var om det oväntat låga inflationsutfallet skulle föranleda en revidering av inflationstrycket framöver, eller om det mer skulle ses som en tillfällig avvikelse från den tidigare bedömningen. I utkastet till penningpolitisk rapport föreslås att det är det förra som gäller. Prognosförslaget utgör en påtaglig nedrevidering av inflationstrycket de närmaste åren, särskilt då det beaktas att den nya inflationsbedömningen är betingad på en avsevärt mycket mer expansiv penningpolitik. Motiveringen som anförs i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen det senaste året upprepade gånger blivit lägre än förväntat, att det internationella pristrycket nu beräknas bli mindre och att olje- och drivmedelspriserna förutses utvecklas svagare. Till bilden hör också att det i utkastet till penningpolitisk rapport föreslås en ganska rejäl nedrevidering av tillväxtprognosen för euroområdet och att de svagare konjunkturutsikterna numera även gäller den tyska ekonomin.

Att det under senare tid varit ovanligt svårt att göra hyggligt träffsäkra inflationsprognoser är nog inte en överdrift, fortsatte Jansson. Sedan oktoberutfallet ifjol, som kan sägas ha inlett den här perioden med speciellt stora negativa inflationsövertaskningar, har 8 av 12 månadsutfall hamnat under Riksbankens prognos. För andra prognosmakare är resultatet inte bättre. Även för dem har i genomsnitt 8 av 12 utfall blivit lägre än väntat. Då detta avser prognoser på kort sikt är resultatet särskilt nedslående. Jansson förklarade att han mot den här bakgrunden, och mot bakgrund av övriga argument som anförs i utkastet till penningpolitisk rapport, delar bedömningen att det mest troliga är att trenden med oväntat lågt inflationstryck ännu inte är bruten. Han ställde sig därför bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport.

Hur troligt är det då att den här prognosen kommer att hålla och att det inte framöver blir nödvändigt att på nytt revidera ner inflationsbedömningen? Jansson framhöll att prognoser som bekant är osäkra, så det kan förstås inte uteslutas att ytterligare nedrevideringar blir aktuella. Men det förtjänar ändå att påpekas att den nya bedömningen innebär ett avsevärt lägre inflationstryck de närmaste åren. Om man bara jämför prognosbanorna för KPIF-inflationen rör det sig som mest om en nedjustering motsvarande 0,6-0,7 procentenheter under andra och tredje kvartalet 2015. Men till detta kommer att också räntebanan har sänkts på ett betydande sätt, noterade han. I genomsnitt är reporäntan nu cirka 0,6 procentenheter lägre varje kvartal under prognosperioden. Som mest uppgår nedjusteringen till 1 procentenhet, vilket inträffar andra kvartalet 2016. Jansson sade att det inte skulle förvåna honom om detta är den största nedrevideringen av inflationstrycket som någonsin gjorts på Riksbanken sedan man börjat publicera både en räntebana och en tillhörande inflationsprognos.

Jansson menade att allt det här rimligen innebär att det jämfört med bedömningen i september nu är betydligt mindre sannolikt att inflationsutfall framöver hamnar under Riksbankens prognos. Han betonade samtidigt att han håller fast vid sin tidigare analys att förutsättningarna för en stigande inflationstakt allmänt sett är goda. Penningpolitiken gör naturligtvis sitt till. Till detta kommer att både konjunkturen i Sverige och i omvärlden väntas bli bättre. Det förstärker arbetsmarknaden och pressar upp tillväxten i arbetskostnaden per producerad enhet, som redan under ett antal år varit klart högre än inflationstakten. Förr eller senare blir det då nödvändigt för företagen att höja sina priser mer påtagligt. Alternativet är att företagen gör sig av med arbetskraft. Men detta ligger dessbättre inte alls i korten, sade han.

Precis som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport gör den mer expansiva penningpolitiken att det blir allt mer brådskande för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. Som sagts många gånger förr är det åtgärder som riktas direkt mot hushållens efterfrågan på krediter som krävs. Exakt vilken kombination av åtgärder som vidtas trodde Jansson var av mindre betydelse. Det viktiga är istället att undvika att inga åtgärder alls vidtas. Det handlar givetvis inte om att åstadkomma ett Alexanderhugg. Det är välavvägda och gradvisa förändringar som måste genomföras. Detta råder det bred enighet om, konstaterade Jansson.

Jansson noterade att den åtgärd som kanske diskuterats mest under de senaste månaderna är att införa någon typ av amorteringskrav. I sammanhanget har Bankföreningen uttryckt att den vill stärka sin tidigare amorteringsrekommendation, att nya bolån med en belåningsgrad över 70 procent ska amorteras inom 10-15 år. Det skärpta kravet går ut på att amorteringar nu ska göras på nya lån med en belåningsgrad över 50 procent.

Att sträva efter en självreglering som ger utrymme för flexibilitet är, så som Jansson ser det, generellt sett en god idé. Men Bankföreningens förslag är än så länge för allmänt hållet för att det ska gå att ta ställning till det. Det är viktigt att amorteringstakten blir tillräckligt snabb så att skuldsättningen påverkas i en rimlig omfattning. Och dessutom måste en lösning i form av en självreglering vara kontinuerligt uppföljningsbar och backas upp med en plan för en reglering från Finansinspektionens sida om resultaten inte blir de önskvärda. Det är därtill viktigt att beredningen av Bankföreningens förslag inte drar ut på tiden. Jansson underströk att läget är akut, och att Finansinspektionen i så fall istället bör besluta om en bindande föreskrift eller möjligen ett allmänt råd.

Jansson menade att diskussionerna om ytterligare åtgärder måste fortsätta även om ett amorteringskrav införs. En viktig uppgift för stabilitetsrådet, som sammanträder under ledning av den nya regeringen den 11 november, blir att lägga fast ramarna för detta fortsatta arbete så att en plan med ytterligare konkreta åtgärder finns utarbetad. Parallellt måste också strukturproblemen på bostadsmarknaden tacklas, framförallt det bristande och för ensidiga utbudet.

Finns det då inte en motsägelse mellan att å ena sidan bedriva en extremt expansiv penningpolitik och å andra sidan efterlysa åtgärder för att bromsa hushållens kreditefterfrågan? Jansson påpekade att det självklart är så att den penningpolitiska transmissionsmekanismen kommer att sakna ett led om makrotillsynen är framgångsrik i att begränsa hushållens belåning. Men det är ju å andra sidan inte önskvärt att uppnå inflationsmålet till priset av en ohållbar skuldutveckling bland hushållen. Det riskerar bara att så småningom slå tillbaka i form av makroinstabilitet och möjligen också nya svårigheter att klara inflationsmålet. Så i det perspektivet finns ingen motsägelse här, utan tvärtom, tyckte Jansson.

Jansson betonade att situationen förstås inte är enkel, men att detta är den verklighet som råder och att ingenting blir bättre av att stoppa huvudet i sanden. Alla berörda politikområden måste nu ta det ansvar som de har tilldelats. Och det måste göras med vetskapen att penningpolitiken inte har något utrymme att hjälpa till på det här området, åtminstone inte genom räntejusteringar. Tvärtom så bidrar ju penningpolitiken till att öka riskerna, men det är oundvikligt i ett läge där Riksbanken måste prioritera att åstadkomma en stigande inflation. För att tydliggöra den här prioriteringen sade Jansson att han också håller fast vid sitt tidigare löfte att inte rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport innebär att Riksbanken observerar utfall för KPIF-inflationen som ligger över 1,5 procent i drygt ett halvår innan försiktiga höjningar av reporäntan inleds. På den här punkten är alltså förhållandet mellan inflationsprognosen och räntebanan i stort sett oförändrat jämfört med bedömningen i september. Och det fortsätter också att vara ungefär ett sådant förhållande som Jansson uppfattar som förenligt med sitt löfte. Precis som tidigare ville han understryka att löftet är obetingat, det vill säga att det gäller

oavsett hur andra variabler, som normalt sett kan vara relevanta för penningpolitiken, utvecklas.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde diskussionen med att uttrycka sitt stöd för det Skingsley sade om behovet av att ha en bredare ansats när man analyserar skälen till den låga inflationen. Här är det, menade han, viktigt att ta hänsyn till både efterfråge- och utbudsfaktorer.

Att fokus varit ensidigt kan möjligen vara förståeligt i länder som befunnit sig i krisens epicentrum, fortsatte Jansson. Där har stora negativa effekter på produktion, sysselsättning och arbetslöshet helt dominerat både debatten och den ekonomiska politikens inriktning. Men i länder som klarat sig bättre, till exempel Sverige, borde det kanske ha funnits ett utrymme att föra en något mer nyanserad diskussion. Men även i dessa länder har diskussionen för det mesta fokuserat ensidigt på efterfrågeutvecklingen, ansåg Jansson.

Det här är något som nu behöver tas igen. Det blir ju också viktigt att sådana analyser tas fram för dem som kan komma att överväga om Riksbankens uppdrag ska förändras, till exempel genom att införa ett explicit mål för sysselsättningen eller arbetslösheten. Det är ju rimligt att tro att slutsatserna på den här punkten inte blir desamma om brister på ekonomins utbudssida spelar en större roll än vad debatten hittills har tytt på. I så fall, resonerade Jansson, handlar det ju snarare om att åtgärda strukturproblem på arbetsmarknaden än om att göra förändringar i målformuleringen för Riksbanken.

I sammanhanget bör också penningpolitikens möjligheter att motverka störningar belysas. Frågan här, menade Jansson, är varför de stora stimulanserna som gjorts under senare år inte har fått större effekter på den ekonomiska aktiviteten och inflationstakten. Strukturproblem kan förstås vara en förklaring i vissa länder men det är svårare att förstå varför det blivit så i länder med en fungerande penningpolitisk transmissionsmekanism, en förhållandevis robust finansiell sektor och stabila offentliga finanser.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** ville kommentera de synpunkter som Skingsley och Jansson framfört om vikten av att nu vidta åtgärder för att begränsa hushållens skuldsättning. Som hon ser det rör det sig om två delar. Dels behöver åtgärder vidtas för att skapa större effektivitet i bostadsmarknaden. Dels behöver åtgärder vidtas som mer direkt påverkar hushållens skuldsättning.

Hon delar bedömningen att det nu finns en risk att det blir allt svårare att vidta åtgärder eftersom många hushåll är högt skuldsatta och åtgärder kan komma att påverka såväl enskilda hushåll som makroekonomin på ett negativt sätt.

af Jochnick påpekade att amorteringskrav kommer att diskuteras på det kommande mötet i stabilitetsrådet. Mot bakgrund av det mycket låga ränteläget och fortsatt stigande bostadspriser blir det än mer angeläget att skyndsamt införa ett amorteringskrav oavsett om det sker via reglering eller självreglering.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** ville också knyta an till den bredare och mer utvecklade analys av förklaringsfaktorer bakom inflationen, och särskilt en fördjupad analys av utbudsfaktorer som kan ha bidragit till den låga inflationen, som efterlystes av Skingsley och Jansson. Flodén höll med om att det var viktigt att förstå inflationsutvecklingen, och även han skulle välkomna en sådan analys. Samtidigt menade han att det inte är uppenbart att resultatet av en sådan analys skulle få implikationer för de penningpolitiska besluten, särskilt inte för Sverige i dagsläget. En anledning till att det är angeläget att förstå vilka faktorer som har påverkat inflationen är att en sådan analys behövs för att bedöma om utvecklingen har en tillfällig eller varaktig påverkan på det framtida inflationstrycket. I det senare fallet finns förstås ett större behov av att låta penningpolitiken reagera.

Distinktionen mellan utbuds- och efterfrågefaktorer bakom inflationsutvecklingen är förmodligen mer relevant för att göra en bedömning av konjunkturutvecklingen, vilket i sin tur också kan få implikationer för penningpolitiken. Penningpolitiken handlar ju om att både stabilisera konjunkturutvecklingen och att hålla inflationen nära inflationsmålet, påpekade Flodén men konstaterade att det i Sverige i nuläget är den låga inflationen som är i fokus. Att inflationen har varit låg länge och att inflationstrycket väntas förbli lågt motiverar att Riksbanken för en mycket expansiv penningpolitik för att slå vakt om inflationsmålets trovärdighet. Och den slutsatsen gäller enligt Flodén rimligen oavsett vilka förklaringsfaktorer som identifieras bakom den låga inflationen.

Flodén underströk att han med detta inte försökte avfärda Skingsleys önskemål, utan endast resonera kring vilka implikationer han tror att en sådan analys skulle kunna få för dagens penningpolitik. Det är naturligtvis viktigt att centralbanker har en bred och utvecklad analys av inflationsutvecklingen.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** förklarade att hon ansluter sig till Janssons syn på Bankföreningens förslag om amorteringar. Självreglering är önskvärt framför statlig reglering men så som Bankföreningens förslag hittills har utformats så är det för allmänt hållet för att det ska gå att analysera dess konsekvenser. Hon delar också uppfattningen att självregleringens effekter behöver kunna mätas och att Finansinspektionen behöver ha beredskap att komplettera självreglering med en mer tvingande åtgärd om utvecklingen inte är tillfredsställande.

Apropå Flodéns kommentar till hennes inlägg om utbudsaspekter i inflationsanalysen, sade Skingsley att hon tycker att det finns anledning att ta en sak i taget och inte på förhand bestämma det ena eller det andra. Att fortsätta utveckla analysen av

prismekanismer i ekonomin ser hon som en naturlig del i det penningpolitiska ramverket och det handlar inte om att frångå inflationsmålsregimen. Det kan också bli en viktig del i att öka allmänhetens förståelse för att penningpolitiken inte alltid förmår att klistra inflationen vid 2-procentsmålet, enligt Skingsley.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ville göra några reflektioner kring inflationen, som hade berörts av alla direktionens ledamöter under mötet. Varför har inflationen blivit det den blivit? Han menade att det är rimligt att specialstudera frågan ytterligare, och då inte bara i Sverige utan även i omvärlden. Vad är efterfrågestyrt och vad är utbudsstyrt? Oavsett vad inflationen blir i framtiden finns det alltid något att lära av detta, menade Ingves. I en liten, öppen ekonomi, i synnerhet en så öppen som den svenska med stor export, import och inga begränsningar av kapitalflöden – och så ska det vara, underströk han - vilken möjlighet finns det att finjustera penningpolitiken? För egen del anser han att det är sannolikt att inflationen också i framtiden periodvis kommer att avvika från målet.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Han konstaterade att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Utsikterna för USA och Storbritannien är fortsatt goda. Men inflationen i omvärlden väntas bli lägre och återhämtningen i euroområdet väntas gå långsammare än i tidigare bedömning.

I Sverige stärks konjunkturen och arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Ändå är inflationen låg och inflationstrycket väntas bli lägre än i tidigare bedömning.

Direktionen var därför enig om att penningpolitiken behöver vara ännu mer expansiv för att inflationen ska stiga och nå målet och för att inflationsförväntningarna ska förbli förankrade vid 2 procent.

Alla i direktionen förespråkade att reporäntan sänks till noll och att reporäntebanan sänks påtagligt. Den låga räntan ökar efterfrågan i ekonomin, vilket bidrar till att inflationen stiger. KPIF-inflationen väntas i prognosen nå 2 procent under första halvåret 2016. Som konstateras i utkastet till penningpolitisk rapport kan ändrade förutsättningar innebära att penningpolitiken behöver anpassas. Till detta kommer att Riksbanken har samma möjligheter som andra centralbanker att vidta ytterligare åtgärder för att öka stimulansen i penningpolitiken.

Men den låga räntan bidrar också till att förstärka trenden med stigande bostadspriser och skuldsättning hos hushållen. Det riskerar att leda till problem för såväl enskilda hushåll som ekonomin i stort. Med ett så här lågt ränteläge underströk flera ledamöter att det är ännu mer angeläget att andra politikområden nu hanterar dessa risker.

Vid mötet diskuterades även utbudsfaktorernas roll när inflationsutvecklingen analyseras, liksom räntebanans roll i ljuset av den osäkerhet som nu råder kring den ekonomiska och penningpolitiska utvecklingen i omvärlden.

§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att sänka reporäntan till noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 29 oktober 2014,

§5. Beslut om finjusterande transaktioner och stående faciliteter

Heidi Elmér föredrog ärendet.

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

§6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att tisdagen den 28 oktober 2014 kl. 9.30 offentliggöra besluten under § 4 och § 5 med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 11 november 2014 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

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