



Penningpolitiskt protokoll

FEBRUARI 2015

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 11 februari beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan till $-0,10$ procent och att justera ned reporäntebanan något. Samtidigt återställs räntorna på de finjusterande transaktionerna i Riksbankens räntestyrningssystem till reporäntan $\pm 0,10$ procentenheter. Dessutom kommer Riksbanken att köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor. Dessa åtgärder och beredskapen att snabbt göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

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

Världsekonomin som helhet väntas fortsätta återhämta sig. Men osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden och volatiliteten på finansiella marknader har ökat sedan det penningpolitiska mötet i december. Det låga oljepriset är positivt för den globala BNP-tillväxten men leder samtidigt till låg global inflation. Förutom rörelserna i oljepriset beror den ökade osäkerheten också bland annat på den senaste tidens utveckling av de ekonomiskpolitiska förutsättningarna i Grekland och konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Konjunkturutvecklingen skiljer sig åt mellan länder och regioner. Det tar sig uttryck i ökade skillnader i penningpolitiken. I USA och Storbritannien förväntas centralbankerna höja sina styrräntor i år, medan ECB och flera andra centralbanker har gjort penningpolitiken mer expansiv. Dessa skillnader har bidragit till stora rörelser på valutamarknaderna.

Med en återhämtning i omvärldens ekonomi stärks konjunkturen i Sverige och arbetsmarknaden förbättras framöver. Inflationen är fortfarande låg men det finns tecken på att den underliggande inflationen har bottnat. Lägre oljepriser riskerar dock att dämpa inflationsförväntningarna och därmed inflationen mer än vad som antagits i prognosen. Till detta kommer den ökade osäkerheten om utvecklingen i omvärlden och på finansiella marknader.

Direktionen var enig om att penningpolitiken behöver vara ännu mer expansiv för att minska risken för att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter att falla och för att understödja att inflationen stiger mot målet tillräckligt snabbt.

Samtliga i direktionen förespråkade att reporäntan sänks med 0,10 procentenheter till $-0,10$ procent, att reporäntebanan justeras ned och att räntorna på de finjusterande transaktionerna i Riksbankens räntestyrningssystem återställs till reporäntan $\pm 0,10$ procentenheter.

En majoritet av direktionen beslutade också att Riksbanken ska köpa nominella statsobligationer för 10 miljarder kronor. En ledamot reserverade sig mot att nu köpa statobligationer.

Om nämnda åtgärder inte skulle räcka för att inflationen ska stiga mot målet kan Riksbanken snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv. De vidtagna åtgärderna och beredskapen att

göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Vid mötet diskuterades även effekterna av negativ reporänta, matchningsproblemen på arbetsmarknaden, effekterna av strukturförändringar i ekonomin samt riskerna med en ökad skuldsättning bland hushållen och behovet av ytterligare åtgärder för att hantera detta.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2015-02-11
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
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley
- Claes Berg
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Lena Eriksson
Frida Fallan
David Forsman
Eric Frieberg
Christoffer Grände (§ 1)
Kerstin Hallsten
Henrik Lundvall
Ann-Leena Mikiver
Christina Nyman
Bengt Pettersson
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1)
Kasper Roszbach
Henrik Siverbo
Maria Sjödin
Ulf Söderström
David Vestin
Anders Vredin

Det antecknades att Bengt Pettersson och Henrik Siverbo 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 uppföljningen i december har utvecklingen präglats av penningpolitiska lättnader och mer expansiva penningpolitiska signaler i omvärlden, sjunkande marknadsräntor och en ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna. Den schweiziska centralbanken övergav sitt valutagolv mot euron, vilket fick francen att stärkas betydligt. Styrräntan sänktes till -0,75 procent. Det uppstod också ett apprecieringstryck på den danska kronan vilket fick Nationalbanken att intervensera på valutamarknaden och i flera steg sänka styrräntan till -0,75 procent. Osäkerheten på de finansiella marknaderna har ökat till följd av den politiska utvecklingen i Grekland, den tilltagande konflikten mellan Ryssland och Ukraina och frågan om när den amerikanska centralbanken kommer att höja sin styrränta och hur snabbt den penningpolitiska stimulansen i USA kommer att minska framöver. Långa räntor i USA och Storbritannien har divergerat mot andra länders räntor den senaste veckan då de stigit, bland annat på grund av en oväntat stark utveckling på den amerikanska arbetsmarknaden.

Oljepriset fortsatte att sjunka i snabb takt efter det penningpolitiska mötet i december, men har stigit en aning den senaste veckan. Oljepriset ligger dock fortfarande klart lägre än det gjorde vid tidpunkten för det penningpolitiska mötet i december.

Börserna har stigit generellt i Europa, understödda av ECB:s beslut i mitten av januari om tillgångsköpsprogram. I USA har börsen utvecklats svagare då marknaden oroar sig för negativa effekter på den amerikanska ekonomin till följd av dollarförstärkningen som skett och negativa effekter för den amerikanska produktionen av skifferolja till följd av det lägre oljepriset. Vinstförväntningarna i företagen har sjunkit, sannolikt på grund av detta.

Den svenska kronan har försvagats något i handelsviktade termer sedan det penningpolitiska mötet i december. Det är främst en generell dollarförstärkning, i ljuset av den starka makroekonomiska utvecklingen i USA, som har bidragit till detta. De flesta analytiker tror på antingen en reporäntesänkning, en återställning av intervallet för finjusterande transaktioner runt reporäntan eller en kombination av de båda vid dagens penningpolitiska möte. En sänkt reporäntebana förefaller vara helt förväntad.

Christina Nyman, 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. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 29 och 30 januari och den 3 februari. Därutöver diskuterade direktionen kompletterande penningpolitiska åtgärder vid möten den 15 och 27 januari samt den 5 och 9 februari. På ett möte med direktionen den 5 februari bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har varit ungefär i linje med de prognoser Riksbanken gjorde i samband med föregående penningpolitiska beslut i december. Ny statistik sedan decembermötet stödjer bilden av en fortsatt gradvis återhämtning i den globala ekonomin. Utvecklingen är stark i USA, medan den är fortsatt trög i euroområdet. Den ekonomiskpolitiska utvecklingen i Grekland bidrar till osäkerheten om BNP-tillväxten i euroområdet, medan ECB:s nya stimulansåtgärder i form av tillgångsköp bidrar positivt till den ekonomiska utvecklingen. En inbromsning i BNP-tillväxten har skett i Kina och BNP har fallit i Japan. Förutsättningarna för ekonomin i Ryssland och Ukraina har fortsatt att försämrats till följd av konflikten mellan dessa länder.

Volatiliteten på valutamarknaden har ökat och kronan försvagats. Den förstärkning av kronan som förutsågs i den penningpolitiska uppföljningen i december antas nu ske långsammare. Den svagare kronan och det lägre oljepriset stimulerar ekonomin i Sverige. BNP-tillväxten i Sverige hålls dock tillbaka av en ökad osäkerhet om utvecklingen i omvärlden. Utvecklingen i omvärlden väntas bli svagare än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december. BNP förutses växa med 2,7 procent i år och 3,3 procent 2016 för att sedan dämpas till 2,2 procent 2017, vilket innebär endast marginella revideringar jämfört med prognosen i december.

Prognosen för arbetslösheten är något uppreviderad då prognosen för befolkningen och arbetskraften reviderats upp mer än sysselsättningen. Prognosen för hushållens skuldkvot är i stort oförändrad.

Inflationen är fortsatt låg, men det finns tecken på att den bottnat. Utfallet för KPIF-inflationen exklusive energi för december på 1,1 procent var 0,3 procentenheter högre än prognosen i december och prognosen för de närmaste månaderna är därför uppreviderad. Lägre oljepriser än vad som förutsågs i den penningpolitiska uppföljningen i december bidrar dock till att hålla ned KPIF-inflationen. Revideringarna för inflationen är därför sammanlagt marginella. KPIF-inflationen förutses i prognosen nå inflationsmålet på 2 procent under 2016. Det finns dock risk för att inflationen blir lägre än i prognosen. Inflationsförväntningarna har fortsatt att falla och ligger nu på fem års sikt klart under inflationsmålet.

För att stimulera konsumtion och investeringar, för att minska risken att inflationsförväntningarna på längre sikt fortsätter att falla och för att inflationen därmed ska stiga mot målet tillräckligt snabbt bedöms reporäntan behöva sänkas till -0,10 procent. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är betingade på att reporäntan ligger kvar på omkring -0,10 procent fram till andra halvåret 2016 för att därefter stiga gradvis till 1,4 procent i början av 2018. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är också betingade på att räntan på Riksbankens finjusterande transaktioner återställs till reporäntan +/-10 räntepunkter och att Riksbanken ska köpa nominella statsobligationer utgivna av den svenska staten till ett värde av 10 miljarder kronor.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han instämmer i bilden av den ekonomiska utvecklingen som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport och även i behovet av en mer expansiv penningpolitik. Han poängterade dock att han ändå inte har riktigt samma syn på strategin för att göra penningpolitiken mer expansiv. Han ställer sig bakom förslaget att sänka reporäntan till $-0,10$ procent, att sänka reporäntebanan och att återställa intervallet för finjusteringarna. Däremot tycker han inte att det är lämpligt att nu köpa statsobligationer. Flodén förklarade först varför han ser ett behov av en mer expansiv penningpolitik och varför en liten räntesänkning är en lämplig åtgärd. Därefter förklarade han varför han inte instämmer i förslaget att nu köpa statsobligationer.

Huvudscenariot för den ekonomiska utvecklingen, så som det beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport, inklusive inflationsutvecklingen, har enligt Flodén egentligen inte ändrats särskilt mycket sedan mötet i december. Men bakom huvudscenariots samlade bild har det ändå hänt en hel del. De snabba och stora rörelserna i oljepriset bidrar till en ökad osäkerhet för den framtida inflationsutvecklingen. Likaså är det osäkert hur den svenska ekonomin kommer att påverkas av ECB:s beslut att inleda ett omfattande program för köp av tillgångar. I utkastet till penningpolitisk rapport nämns ytterligare orosmoment, såsom den ekonomiskpolitiska utvecklingen i Grekland och möjliga effekter av ett lägre oljepris på inflationsförväntningarna.

Till skillnad från många av de senaste årens penningpolitiska möten ansåg Flodén att det nu är lättare att även se faktorer som kan göra att den svenska ekonomiska utvecklingen överraskar uppåt. Bland de positiva faktorerna kan nämnas att det finns tecken på att det underliggande inflationstrycket i Sverige har börjat stiga. Importpriser har gått upp och det finns nu även vissa tecken på att utvecklingen för exportsektorn håller på att förbättras. I bägge fallen kan man misstänka att den försvagade kronkursen är en viktig förklaringsfaktor och att den senaste tidens fortsatta kronförsvagning kan komma att förstärka sådana inflationsimpulser framöver. Ytterligare stöd till den svenska ekonomin, främst exportsektorn, kan komma från en lite bättre utveckling i euroområdet när det lägre oljepriset och ECB:s expansiva penningpolitik medför en realekonomisk stimulans. Sådana faktorer har i varje fall fått vissa bedömare att börja revidera upp prognoserna för euroområdets BNP-tillväxt.

Trots dessa positiva tecken ansåg Flodén att det är motiverat att nu sänka reporäntan. Eftersom inflationen har legat klart under inflationsmålets två procent under flera år är det, enligt Flodén, betydligt värre om vi får en fortsatt låg inflation än om inflationen stiger snabbare än i Riksbankens prognos. Med en fortsatt låg inflation finns det påtagliga risker att inflationsmålets trovärdighet skadas. Dessutom kan allt lägre inflationsförväntningar bidra till att det blir ännu svårare att få upp inflationen. Med

denna bakgrund är en utveckling där inflationen stiger snabbare än i Riksbankens prognos i själva verket önskvärd, även om det medför att inflationen under en begränsad tidsperiod skjuter tydligt över målet.

Utifrån dessa resonemang ansåg Flodén att penningpolitiken ska fokusera på att begränsa de negativa effekter som kan uppstå om inflationstrycket blir lägre än i Riksbankens prognos. Liksom vid det förra penningpolitiska mötet såg han det därför, åtminstone i princip, som motiverat att föra en mer expansiv penningpolitik. En reporäntesänkning med 10 räntepunkter kan då förefalla som ett blygsamt steg. När inflationsförväntningarna dessutom har fallit kan man ifrågasätta om penningpolitiken ens blir mer expansiv efter en sådan sänkning, eftersom realräntan då inte nödvändigtvis har fallit. Han tycker visserligen att reporäntan kunde ha sänkts lite mer, men tror att ungefär samma effekt uppnås med den föreslagna sänkningen. Det viktiga med dagens föreslagna reporäntesänkning är att visa att golvet för reporäntan inte är noll, och att golvet förmodligen inte heller nås i och med den föreslagna sänkningen. De erfarenheter som ges av denna räntesänkning kommer naturligtvis att bidra till Riksbankens bedömning av hur mycket reporäntan kan sänkas.

Sedan mötet i december har Riksbanken, efter såväl egna undersökningar som samtal med andra myndigheter och marknadsaktörer, tydligare indikationer på att en svagt negativ reporänta inte kommer att orsaka tekniska problem som blir svåra att hantera. Men andra problem kan uppstå när räntan sänks från redan låga nivåer. En tänkbarhet är att bankernas finansieringskostnader inte sjunker lika mycket som när räntan sänks från en högre räntenivå. Det kan då medföra att bankernas utlåningsräntor inte sänks lika mycket som reporäntan. Men sådana problem uppkommer förmodligen gradvis redan när Riksbanken sänker reporäntan från positiva nivåer. Och hittills förefaller penningpolitiken ändå ha haft fullt genomslag på marknadsräntorna. Detta illustreras enklast genom att notera att bankernas genomsnittliga utlåningsräntor till såväl hushåll som företag har sjunkit med ungefär två procentenheter sedan hösten 2011, en period då reporäntan har sänkts med två procentenheter. Flodéns bedömning är därför att dagens föreslagna sänkning av reporäntan kommer att få ungefär samma genomslag på ekonomin som vanligt, och att detta gäller även om reporäntan sänks ytterligare en bit.

Flodén konstaterade att han så långt argumenterat för förslaget att sänka reporäntan, vilket han alltså ställer sig bakom. Han fortsatte därefter att redogöra för varför han invänder mot förslaget att nu köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor. Han menade att han nog inte har en avvikande uppfattning om hur expansiv penningpolitiken behöver vara i dagsläget, utan snarare om avvägningen mellan olika penningpolitiska verktyg, strategin för hur dessa bör användas och kanske också vilka effekter verktygen väntas ge.

Som Flodén förstod förslaget att nu köpa en begränsad mängd statsobligationer är syftet främst att signalera att större köp kan komma om ett behov uppstår, och att visa att Riksbanken har förmåga att använda detta verktyg med kort varsel. Även han tycker att

det är viktigt att Riksbanken har en sådan beredskap och att det kommuniceras till marknaden, men tror det hade kunnat göras utan att nu köpa statsobligationer. Flodén menade att hans invändningar mot den här strategin hänger ihop med vad som kan förväntas uppnås med tillgångsköpen.

En centralbank kan genom tillgångsköp påverka den ekonomiska utvecklingen på flera olika sätt. Vilka effekter som uppnås beror förmodligen på många faktorer, bland annat på vilka tillgångar som köps, hur tillgångsköpen kombineras med kommunikation, hur marknadsprissättningen fungerar och hur ansträngda de offentliga finanserna är.

En situation som kan motivera köp av statsobligationer eller andra finansiella tillgångar är om tillgångspriserna under en finanskris pressas ned till omotiverat låga nivåer. Ekonomin riskerar då att hämmas av höga risk- och löptidspremier som dämpar investeringsviljan samt av negativa förmögenhetseffekter som dämpar konsumtionsviljan. Centralbankens tillgångsköp kan då bidra till att återställa förtroendet för marknadens funktionssätt och till att pressa ner ränteläget i ekonomin. Det handlar då om en sorts marknadsvård.

En annan situation som kan motivera tillgångsköp är när ett lands finanspolitik begränsas av svaga offentliga finanser som ger upphov till höga riskpremier på statsobligationer. Om centralbanken inte utsätts för samma riskpremier kommer köp av statsobligationer att lyfta bort en del av räntekostnaden från statsbudgeten och därmed ge utrymme för en mer expansiv finanspolitik. Och om tillgångsköpen dessutom pressar ner räntan på statsobligationer gynnas de offentliga finanserna även av lägre kostnader för nyupplåning.

Ytterligare en situation som kan motivera tillgångsköp är när centralbanken önskar göra penningpolitiken mer expansiv trots att styrräntan har nått sin nedre gräns. Centralbanken kan då försöka pressa ned räntor på längre löptider, till exempel genom kommunikation om att styrräntan kommer att hållas låg länge. Om sådan kommunikation inte är trovärdig kan köp av statsobligationer istället pressa upp obligationspriserna och därmed pressa ner de långa räntorna, särskilt de långa realräntorna.

Det är också tänkbart att köpen av statsobligationer, genom att minska mängden obligationer på marknaden, tvingar eller lockar investerare att istället hålla andra, mer riskfyllda tillgångar. Då kan företag och hushåll lättare få finansiering, vilket kan stimulera den ekonomiska aktiviteten. Alternativt kan växelkursen försvagas om investerarna istället väljer att omallokera till utländska tillgångar. Den här så kallade portföljkanalen bygger på att marknadsaktörerna inte ser centralbanksplaceringar som ett gott alternativ till att hålla statsobligationer.

De två första situationerna som nämns ovan är enligt Flodén förstås inte relevanta för dagens svenska penningpolitik. Det finns ju inget som tyder på att de finansiella marknaderna fungerar dåligt eller att tillgångspriserna är undervärderade. Inte heller verkar risk- eller löptidspremierna på statsobligationer vara höga, utan snarast ovanligt

låga. En annan mekanism som han tror kan avfärdas är att obligationsköpen medför en ökad penningmängd som med automatik kommer att tvinga fram högre inflation. Obligationsköpen kommer att medföra att inlåningen i Riksbanken ökar och därmed att den monetära basen per definition blir större. Men det som egentligen händer är ju att Riksbanken minskar mängden statsobligationer på marknaden och ersätter dessa med riksbankscertifikat som har en liknande avkastning och riskprofil. Det sker en löptidsomvandling som förmodligen bidrar till att pressa ner löptidspremier och långa räntor, men detta behöver inte medföra en uppgång i de bredare kreditaggregaten.

Den effekt av obligationsköpen som återstår, och som Flodén tror kan bli verkningsfull, är att de långa räntorna sjunker. Men om Riksbanken vill göra penningpolitiken mer expansiv genom att pressa ned det allmänna ränteläget ansåg Flodén att reporäntan och kommunikation kring den framtida räntebanan bör användas i första hand. De motiv som han nämnde för att göra penningpolitiken mer expansiv handlar främst om att hantera nedåtrisker i närtid. Både sänkt reporänta och köp av statsobligationer kan bidra till högre inflation på kort sikt genom växelkurseffekter. För effekter på utlåningsräntor är däremot reporäntan viktigare, bland annat eftersom den mesta utlåningen i Sverige, till såväl företag som hushåll, sker till korta löptider. Tills reporäntans nedre gräns är nådd ser Flodén därför fortsatta räntesänkningar som sitt förstahandsalternativ för att göra penningpolitiken mer expansiv.

Flodén tror dessutom att köp av statsobligationer i den svenska kontexten har störst potential att påverka räntor och höja inflationsförväntningarna om köpen presenteras som en del av en systematisk penningpolitisk strategi. Det blir då problematiskt att köpa statsobligationer när marknadsräntorna redan är avsevärt lägre än vad som följer av den räntebana som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Ett annat sätt att beskriva detta är att obligationerna är övervärderade om man litar på reporäntebanan. Flodén uttryckte att han är rädd att kommunikationen kring vad Riksbanken försöker uppnå med obligationsköpen blir otydlig om Riksbanken inte samtidigt har en reporäntebana som är lägre än, eller åtminstone i grova drag förenlig med, de obligationspriser som råder på marknaden. Flodén sa att det för honom därför känns främmande att nu köpa statsobligationer utan att samtidigt göra en stor nedrevidering av reporäntebanan.

En återstående fråga för Flodén var om det är motiverat att i nuläget göra en stor nedjustering av reporäntebanan, och att samtidigt börja köpa statsobligationer. Han tyckte inte det. I prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport väntas inflationen stiga under de kommande åren, och han ser ganska goda förutsättningar att så ska bli fallet. Men om det sker stora förändringar i inflationsutsikterna, till exempel om det uppstår en tydligare risk att ekonomin fastnar i ett läge med långvarigt låg inflation, skulle han se starkare skäl för köp av statsobligationer. Flodén ser framför sig att det då handlar om ett storskaligt program för tillgångsköp som presenteras samtidigt som prognosen för

inflationstrycket och framtida reporäntor justeras ned påtagligt. Sådana förändringar kan vid behov göras snabbt, så han såg därför ingen anledning att redan nu börja ta små och svårkommunicerade steg i den riktningen.

Sammanfattningsvis ställer sig alltså Flodén bakom alla delar av förslaget till penningpolitiskt beslut utom förslaget att nu köpa statsobligationer.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att utfallet för KPIF-inflationen i december uppgick till drygt 0,5 procent, vilket var knappt 0,2 procentenheter högre än väntat i prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Den positiva utvecklingen med en något snabbare inflationsuppgång än beräknat fortsätter därmed för tredje månaden i rad. Rensas inflationen för de volatila energipriserna uppgick utfallet till 1,1 procent. Det var nästan 0,3 procentenheter över prognosen i december. Även om inflationen påverkats av vissa prisuppgångar som med största sannolikhet inte är varaktiga går den underliggande utvecklingen åt rätt håll. Det är förstås glädjande efter en lång tid med låg inflation och systematiska överskattningar av prisutvecklingen, påpekade Jansson.

Även indikatorerna för den realekonomiska utvecklingen ser på det hela taget ganska ljusa ut, fortsatte Jansson. I januari låg Konjunkturinstitutets samlade barometerindikator omkring en halv standardavvikelse över sitt historiska genomsnitt. Konfidensindikatorerna är särskilt starka för detaljhandeln och bygg- och anläggningsverksamheten. Men även indikatorn för tillverkningsindustrin ligger en bra bit över sin genomsnittliga nivå och fortsätter att röra sig i förbättrande riktning. Den enda konfidensindikatorn som ser lite mer bekymmersam ut är den för hushållen. I Konjunkturinstitutets januarimätning föll denna något och ligger nu drygt en tiondels standardavvikelse under sin normala nivå.

Swedbanks/Silfs inköpschefsindex bekräftar i stort den relativt gynnsamma konjunktursituationen. Efter ett relativt kraftigt fall i augusti ifjol har index för både industrisektorn och tjänstesektorn stigit för att i januari ligga tydligt i tillväxtzonen. Tidigare stora fall i oljepriset och en försvagning av kronans växelkurs gör dessutom att konjunkturläget i närtid har goda förutsättningar att förstärkas ytterligare.

Janssons slutsats var att varken förändringar i inflations- eller konjunkturbilden förefaller tala för ett behov av att nu göra penningpolitiken mer expansiv. Ändå föreslås en lättare penningpolitik i utkastet till penningpolitisk rapport. Närmare bestämt föreslås en sänkning av reporäntan till -0,10 procent, ett återställande av räntorna för finjusterande transaktioner till reporäntan +/-0,10 procentenheter, en viss nedjustering av reporäntebanan samt köp av nominella statsobligationer för 10 miljarder kronor. Hur går då det ihop, frågade sig Jansson.

Bakgrunden till behovet av en mer expansiv penningpolitik hänger samman med den förskjutning i riskbilden som skett sedan det penningpolitiska mötet i december, menade Jansson. Han framhöll att det finns ett antal stora och svårkvantifierbara risker som, om

de skulle bli verklighet, påtagligt kan förändra förutsättningarna för den ekonomiska utvecklingen framöver. Han fortsatte sedan med att kommentera några av dessa risker.

Den grekiska ekonomin befinner sig i en mycket allvarlig situation. Den nya regeringen har meddelat att den inte är intresserad av att fortsätta att genomföra de ekonomiska reformer som är en förutsättning för det finansiella stöd man får av andra länder. Om reformarbetet avbryts och det finansiella stödet uteblir hotas Grekland av en total ekonomisk kollaps och hela eurosamarbetet hamnar i ett svåröverskådligt och mycket besvärligt politiskt läge. I förlängningen hotar dessutom ytterligare finansiella påfrestningar för länder som redan är ekonomiskt svaga och har svårigheter att hantera alltför stora skulder. Skulle Greklands långivare istället fortsätta att finansiera landet men kompromissa om reformerna finns risken att andra skuldskrämländer ställer krav på liknande lättnader. Det skulle kunna skapa en omfattande oro på de finansiella marknaderna och utgöra ett kraftigt bakslag för euroområdet återhämtning och tillväxtutsikter.

En annan allvarlig risk utgörs av konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Om det sker en upptrappning och spridning av konflikten kommer de negativa effekterna på både handeln och de finansiella marknaderna att bli större. Och den ekonomiska nedgången i Ryssland och krisen i Ukraina skulle naturligtvis förvärras ytterligare. Att bedöma sannolikheten för en sådan händelseutveckling och kvantifiera dess konsekvenser är mer eller mindre omöjligt. Men klart står ändå att läget i ett dåligt scenario skulle kunna bli mycket bekymmersamt och skapa betydande ekonomiska problem i ett flertal länder.

Ytterligare en riskfaktor, fortsatte Jansson, hänger samman med skillnaderna i penningpolitik mellan olika valutaområden. Exempelvis kommer den europeiska centralbanken, ECB, inom kort att börja göra omfattande tillgångsköp medan den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, avslutat sina köp och snarare går mot styrräntehöjningar. Om ECB:s penningpolitiska lättnader bidrar till att förstärka euroländernas konjunktur och pressa upp inflationen gynnas givetvis i förlängningen också Sverige. Det skulle både bidra till att stimulera den svenska exporten och förbättra våra möjligheter att få en inflation i linje med inflationsmålet.

Men ECB:s åtgärder skapar, i varje fall i det kortare tidsperspektivet, också utmaningar. Planen är att under ett drygt år genomföra mycket omfattande köp av finansiella tillgångar, motsvarande åtminstone nästan tre gånger svensk BNP. Vad detta betyder för kronans växelkurs mot i första hand euron är givetvis mycket svårt att bedöma. Vid en mer påtaglig och snabb appreciering av kronan kommer det att bli ännu svårare för Riksbanken att i ett rimligt tidsperspektiv åstadkomma en inflation i linje med målet. Det är en faktor som nu, liksom framöver, måste beaktas i utformningen av penningpolitiken.

Den sista risken Jansson kommenterade var ett fortsatt fall i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna. Vid det senaste penningpolitiska mötet i december kunde det

konstateras att förväntningarna på inflationen om fem år hade fallit för samtliga tillfrågade grupper i december jämfört med september.¹ Särskilt oroväckande var att nedgången var som störst för arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer, där inflationen om fem år förväntades ligga på cirka 1,7 procent.

Att det i rådande läge är särskilt problematiskt med låga mer långsiktiga inflationsförväntningar bland arbetsmarknadens parter hänger samman med att det under 2016 ska slutas nya löneavtal för omkring tre miljoner anställda i privat och offentlig sektor. Om parterna är överens om att inflationsmålet är ett bra ingångsvärde för förhandlingarna underlättas lönebildningen i sig och det bör också bidra till att slutresultatet blir en samlad löneökning på en rimlig nivå.

Sedan december har ingen ny mätning gjorts av inflationsförväntningarna bland arbetsmarknadens parter. Däremot har Prosperas månadsundersökning för förväntningarna bland penningmarknadens aktörer i januari publicerats. Enligt denna har inga dramatiska förändringar skett men förväntningarna fortsätter att falla något på samtliga tidshorisonter. Förväntningarna på inflationen om fem år uppgår bland penningmarknadens aktörer nu till 1,65 procent, att jämföra med 1,73 procent vid undersökningen i december. Liksom kronans växelkurs är de mer långsiktiga inflationsförväntningarna en faktor som bör ges stor betydelse i utformningen av penningpolitiken, både nu och framöver.

Mot bakgrund av riskbilden, som diskuteras mer utförligt i utkastet till penningpolitisk rapport och som beaktats så gott det går i förslaget till prognos, ställde sig Jansson bakom både den penningpolitik och den makroprognos som föreslås. Precis som tidigare innebär det faktum att inflationen varit låg under en lång tid att han föredrar att, för att använda ett engelskt uttryck, "err on the expansionary side" snarare än att löpa risken att motsatsen sker. Det menade han också överensstämmer med hans tidigare löfte att inte rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent.

Vad gäller de förändringar i penningpolitiken som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport kan konstateras att ingendera åtgärden var för sig kan förväntas ha en särskilt stor effekt på inflationen men förhoppningen är att åtgärderna tillsammans ska utgöra ett effektivt paket. Att det nu i detalj förberetts hur penningpolitiken vid behov snabbt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, kan göras ännu mer expansiv, bör också bidra till detta och ytterligare understryka Riksbankens beslutsamhet att få upp inflationen till målet, avslutade Jansson.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon stödjer förslaget att sänka reporäntan till -0,10 procent och att revidera ned reporäntebanan

¹ Enligt TNS Sifo Prospera, se <http://www.prospera.se/inflation-expectations/>.

något. Hon ansåg det också rimligt att finjusteringsräntans relation till reporäntan återställs eftersom den syftar till att underlätta implementeringen av reporäntan på dagslånemarknaden.

af Jochnick uttryckte vidare att hon också stödjer förslaget att Riksbanken inom kort köper statsobligationer för 10 miljarder på löptider upp till fem år. Hon ansåg att förslaget till beslut är en tydlig signal att Riksbanken reagerar tidigt och gör penningpolitiken mer expansiv givet att det föreligger en risk att det låga oljepriset och oroligheterna på de finansiella marknaderna kan leda till lägre inflationsförväntningar och lägre inflation.

Förslaget till beslut är också principiellt viktigt av flera skäl. Dels innebär förslaget till beslut att Riksbanken för första gången i historien inför en negativ reporänta, dels redovisas hur Riksbanken vid behov avser att göra penningpolitiken mer expansiv med kompletterande penningpolitiska åtgärder.

I utkastet till penningpolitisk rapport redovisas en bild av en successivt förbättrad konjunktur i såväl Sverige som omvärlden. Det går mycket bra för USA men utvecklingen är fortsatt svag i euroområdet. För Sverige går det hyggligt tack vare bland annat hushållens konsumtion och höga bostadsinvesteringar. Den bild som redovisas av den realekonomiska utvecklingen är ganska lik den bild som presenterades i den penningpolitiska uppföljningen i december. Bilden påverkas dock av att vi har osäkerhet i vår omvärld som kan påverka framförallt utvecklingen i Europa. BNP-tillväxten i euroområdet är i utgångsläget låg men kan ytterligare påverkas negativt av den senaste politiska utvecklingen i Grekland och konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Å andra sidan bör BNP-tillväxten gynnas av ECB:s annonserade tillgångsköpsprogram.

En annan skillnad jämfört med decemberbedömningen är att oljepriset sjunkit ytterligare. Effekterna av den kraftiga prisnedgången på olja är ännu svår att uppskatta. Bakomliggande faktorer kommer, enligt af Jochnick, både från utbuds- och efterfrågesidan. En viktig fråga för att bedöma de globala effekterna på BNP-tillväxt och inflation beror på hur varaktig prisnedgången blir. Om lägre oljepriser blir varaktiga kommer sannolikt effekten på hushållens konsumtion och företagets produktion bli större än i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Varaktigt låga oljepriser skulle sålunda kunna vara mycket gynnsamma för den globala BNP-tillväxten. På kort sikt innebär dock det låga oljepriset att den globala inflationen blir lägre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Eftersom skatter på drivmedel är lägre i USA än i euroområdet och Sverige blir genomslaget på konsumentpriserna större i USA. För svensk del innebär lägre oljepriser ett visst bidrag till ökad BNP-tillväxt samtidigt som det drar ned den redan låga inflationen.

af Jochnick ansåg att det är bra att det i utkastet till penningpolitisk rapport finns scenarioanalyser just på temat hur ändrade oljepriser slår på den reala ekonomin och

inflationen. Hennes slutsats av den analysen så här långt är att prisfallet på olja huvudsakligen har positiva effekter på den globala tillväxten men att inflationen pressas ned såväl i omvärlden som i Sverige.

Mot bakgrund av att inflationsförväntningarna gått ned under det senaste året finns det anledning att vara vaksam över vilken effekt lägre oljepriser kan få på framförallt inflationsförväntningarna på fem års sikt. Som redovisas i en fördjupningsruta i utkastet till penningpolitisk rapport finns det forskning som visar att det finns en risk att inflationsförväntningarna i länder med låg inflation påverkas mer av låga utfallssiffror för inflationen än av inflationsmålet som sådant.

af Jochnick konstaterade att om man tittar på den underliggande inflationen ser det ut som att den har nått botten och är på väg upp igen. En förklaring till att priserna stiger är förstås att kronan försvagats under det senaste halvåret men man kan även se prisökningar på andra områden än importpriserna. af Jochnick påpekade att även om den underliggande inflationen tycks ha bottnat är det viktigt att Riksbanken väger in vilken effekt lägre oljepriser kan ha på inflationsförväntningarna. I det nuvarande läget med mycket låg inflation och dessutom stort prisfall på olja är det viktigt att Riksbanken tydligt understryker vikten av och förmågan att förankra inflationen runt två procent så att inflationsmålet även framledes fungerar som ett viktigt ankare i pris- och lönebildningen.

Det har under de senaste månaderna av olika skäl varit stora rörelser på valutamarknaderna. Det lägre oljepriset har varit ett skäl och ett annat är ECB:s planerade tillgångsköpsprogram. Under senare tid har länder som Schweiz och Danmark med valutor kopplade till euron drabbats av stora valutaflöden, till viss del sannolikt kopplade till ECB:s annonserade storskaliga köp av värdepapper. Till detta kommer att USA och euroområdet går i otakt när det gäller den ekonomiska utvecklingen och tidpunkt för kommande styrräntehöjningar. Detta gör att det är svårt att bedöma kronans utveckling under 2015 och man kan inte utesluta att kronan längre fram stärks mer än i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

af Jochnick uttryckte vidare att läget är osäkert med en fortsatt låg inflation, risk för att det lägre oljepriset drar ned inflationsförväntningarna ytterligare och en svårbedömd valutamarknad. För att understödja den utveckling som verkar vara på väg i form av underliggande högre inflation och för att motverka att det lägre oljepriset pressar ned inflationsförväntningarna är det rimligt att penningpolitiken görs ännu mer expansiv.

Förslaget att sänka reporäntan med 0,10 procentenheter är en liten förändring men samtidigt en principiellt viktig förändring då det skulle innebära en negativ reporänta. Flera centralbanker har tidigare tillämpat negativ styrränta och erfarenheterna av det pekar på det hela taget på att negativ policyränta tycks ha haft avsedd effekt vad gäller transmissionen ut i banksystemet.

Erfarenheten av negativa räntor är dock begränsad. Det är därför viktigt att följa upp att räntenivån i banksystemet sänks för att stimulera efterfrågan. Det kan dock inte uteslutas att ännu lägre räntor skulle kunna leda till beteendeförändringar både hos banker och hos allmänheten vilket skulle kunna påverka den expansivitet i penningpolitiken som Riksbanken vill uppnå.

Att komplettera sänkningen av reporäntan med att köpa statsobligationer är ett steg mot en mer expansiv penningpolitik. Det underlättar också ytterligare statspappersköp i större skala om det behöver göras i penningpolitiskt syfte.

När det gäller ytterligare åtgärder i form av till exempel lån till företag är det viktigt att det utvecklas ett program och klargörs vilka villkor Riksbanken kan ställa på denna utlåning så att den verkligen styrs till företag och underlättar deras investeringar.

Slutligen poängterade af Jochnick återigen riskerna med en ökad skuldsättning i hushållssektorn och att sårbarheten för svensk ekonomi därmed ökar. Bostadspriserna fortsätter uppåt liksom skulderna och skuldkvoten. De risker som Riksbanken tidigare framhållit ökar med en ännu mer expansiv penningpolitik. Behovet av åtgärder för att skapa en sundare utveckling i hushållens skuldsättning brådskar. Det gäller såväl åtgärder för att skapa en effektivare bostadsmarknad som åtgärder för att minska risken för att hushållens skuldsättning längre fram kommer att resultera i negativa effekter på tillväxt och finansiell stabilitet.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen som visas i utkastet till penningpolitisk rapport och det föreliggande förslaget till penningpolitiskt beslut.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i december har det varit relativt begränsat med ny ekonomisk statistik för Sverige. Men den tillkomna statistiken bekräftade enligt hennes uppfattning Riksbankens prognos i december om en gradvis konjunkturåterhämtning i Sverige och goda förutsättningar för stigande inflation

Prisnivån justerat för ränte- och energipriseffekter stiger tydligt enligt det senaste utfallet, årsförändringen i december var 1,1 procent. Inflationen mätt på detta sätt har enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport nu bottnat och är på väg uppåt.

Den stora förändringen sedan det penningpolitiska mötet i december var dock enligt hennes uppfattning att riskbilden tydligt har ändrats i riktning mot att en betydligt mer negativ inflationsutveckling har blivit mer sannolik.

Det handlar då enligt Skingsley om tre saker: Fallet i oljepriset, andra centralbankers respons på lägre inflationsutsikter och därutöver några landspecifika risker.

Oljeprisutvecklingen har sannolikt sammantaget positiva tillväxteffekter på svensk ekonomi. Men fallande oljepris medför också en ytterligare nedgång i inflationstakten. Detta är tydligt såväl globalt som för Sverige.

I ett mer normalt ekonomiskt läge med en inflation nära målet, små produktionsgap och en mer neutral penningpolitik hade ett utbudsdrivet oljeprisfall kunnat ses som en tillfällig förändring med små krav på penningpolitisk respons. Men den svenska ekonomin befinner sig inte i en sådan situation. Gamla tumregler för oljeprisets effekter på BNP-tillväxt, inflation och penningpolitik är inte självklart användbara.

Ett antal länder med svag efterfrågan, låg inflation och en redan expansiv penningpolitik i utgångsläget har redan börjat reagera med penningpolitiska lättnader. Till detta kommer den tilltagande osäkerheten om Greklands förhållande till övriga euroländer vad gäller den ekonomiska politiken samt det allvarliga förloppet i konflikten mellan Ryssland och Ukraina med potentiella spridningseffekter, som också utgör risker för tillväxt och prisutveckling i Sverige via finansiella, handelsmässiga och förtroendemässiga kanaler. En tilltagande osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen och de politiska responserna på dessa har också höjt volatiliteten på flera finansiella marknader.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport har i någon mån tagit hänsyn till dessa omvärldsfaktorer. Skingsley ville dock framhålla att det handlar om svårbedömda och potentiellt stora effekter på Sverige och nedrevideringarna hade mycket väl kunnat vara större. Ett exempel är att prognosen för kronan, som visserligen alltid är svår att göra, har reviderats i svagare riktning för hela prognosperioden. Med tanke på de utökade penningpolitiska stimulanserna som väntas i euroområdet ansåg Skingsley att risken snarare är större för en starkare krona.

I detta läge menade hon att det penningpolitiska vägvalet då blir att vänta och se om riskerna materialiseras och inflationen riskerar bli ännu lägre, eller att vara handlingskraftig i närtid för att vidmakthålla gynnsamma ekonomiska förhållanden i Sverige.

Då Skingsley menade att det sistnämnda valet kan reducera behovet av att agera ännu mer kraftfullt längre fram ställer hon sig bakom förslaget till sänkt reporänta och reporäntebana.

Förslaget att sänka reporäntan med 10 räntepunkter är litet sett till den numerära storleken, men ett stort steg eftersom det skulle vara första gången som Riksbanken låter den viktigaste styrräntan bli negativ. Den tekniska framkomligheten i att låta reporäntan bli negativ är något som Riksbanken redan har diskuterat i flera år. Men den diskussionen har varit teoretisk och då negativ reporänta i Sverige är oprövat i verkligheten är det därför rimligt att ett första steg i negativt territorium, som kan behöva följas av flera, är mindre än de vanliga 25 räntepunktsstegen.

Förslaget att köpa svenska nominella statsobligationer för 10 miljarder kronor såg Skingsley som ett bra komplement till förslaget på den negativa styrräntenivån. Hon hoppades att ett köpbeslut uppfattas som att Riksbanken nu gör ett tydligt åtagande att reducera eventuella inflationsdämpande effekter som de tidigare nämnda omvärldsriskerna kan materialisera. Det betyder också att ett köpbeslut i dag kan komma att följas av flera.

Skingsley kommenterade också omständigheten att direktionen i utkastet till penningpolitisk rapport uttrycker beredskap för penningpolitiska åtgärder också mellan de penningpolitiska mötena. Penningpolitiska åtgärder mellan direktionens förannonserade möten såg hon inte som en arbetsmetod att använda för permanent bruk framöver utan som en insatsmöjlighet under ett antal kommande månader. Detta när osäkerheten är ovanligt stor på en rad viktiga områden som potentiellt har stor effekt för den svenska ekonomin.

Hon underströk också vad som tidigare sagts att låga räntor under lång tid i Sverige fortsätter att driva på kreditexpansionen i hushållssektorn och med det följer växande sårbarheter för hela samhällsekonomin. Hon upprepade sin tidigare ståndpunkt att med penningpolitiken inriktad på pristabilitet, en gynnsam BNP-tillväxt och sysselsättningsutveckling, är det centralt att andra politikområden tar vid för att minska riskerna för att hushållens skulder utlöser ett scenario med en riktigt dålig ekonomisk utveckling.

Förslaget om amorteringsregler ned till 50 procents belåningsgrad är det därför angeläget att ge stöd för. En del av debatten har handlat om att en sådan reform skulle utlösa en kris som åtgärden går ut på att undvika. Men den bedömningen gör uppenbarligen inte hushållen eftersom deras förväntningar på bostadsmarknadens prisutveckling nyligen nådde en ny historiskt hög nivå.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslagen på att sänka reporäntan till $-0,10$ procent, att återställa räntan på finjusterande transaktioner till reporäntan $+/-0,10$ procentenheter, att revidera ned reporäntebanan samt att köpa statsobligationer till ett värde av 10 miljarder kronor.

Vid sin bedömning att penningpolitiken bör bli mer expansiv fäste sig Ohlsson särskilt vid tre observationer.

Det finns, för det första, vissa tecken på att inflationstakten har bottnat. Men detta är inte entydigt, det finns även faktorer som talar för motsatsen. För Ohlsson står det ännu inte helt klart att inflationsmålet nås inom avsedd tid vid oförändrad penningpolitik.

Ohlssons oro på denna punkt understryks av att inflationsförväntningarna är fallande på alla tidshorisonter som undersöks. Denna andra observation måste enligt hans mening

tas på allra största allvar. På så lång sikt som fem år visar de senaste mätningarna att den förväntade årliga inflationstakten är närmare 1,5 procent än inflationsmålet på 2 procent.

För det tredje ligger arbetslösheten kvar på en hög nivå och har bara minskat marginellt under det senaste året. Arbetskraftsundersökningarna redovisar en (ej säsongrensad) arbetslöshet på 7,0 procent i december 2014 att jämföra med 7,5 procent i december 2013. Ett alternativ är att se till dem som kan ta del av arbetslöshetsförsäkringen. Andelen öppet arbetslösa kassamedlemmar var 3,0 procent i december 2014, enligt Arbetsförmedlingens statistik. Detta var en minskning med 0,4 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare.

Penningpolitikens möjligheter att påverka arbetslösheten är dock begränsade. Den svenska arbetsmarknaden uppvisar idag betydande matchningsproblem. Antalet lediga jobb som andel av de anställda är, enligt SCB:s konjunkturstatistik över vakanser, idag ungefär på samma nivå som under första halvåret 2008, det vill säga före finanskrisen. Arbetslösheten däremot är idag nästan 2 procentenheter högre. Ett annat sätt att illustrera matchningsproblemen är att se till Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. Den visar på en ökande brist på arbetskraft. Andra politikområden än penningpolitiken har större möjligheter att påverka dessa matchningsproblem.

Enligt Ohlssons bedömning finns det också andra goda skäl att göra penningpolitiken mer expansiv redan nu. En viktig orsak till hans ställningstagande är att ECB har avisat en mer expansiv penningpolitik för euroområdet. Detta riskerar att medföra att den svenska kronan apprecieras, vilket dämpar inflationen i Sverige.

Idag är reporäntan noll. Det är en utmaning att i en sådan situation göra penningpolitiken mer expansiv. Centralbankerna i Schweiz och i Danmark har beslutat om styrräntor som är negativa. Enligt vad som idag är känt har implementeringen av negativa styrräntor inte skapat några uppenbara problem.

Samtidigt är en negativ reporänta inte bara en liten kvantitativ förändring, den är också en genomgripande kvalitativ sådan. Den för penningpolitiken från en plusvärld till en minusvärld. Ohlsson uttryckte att han hyser oro för de problem som ett sådant steg kan innebära. Detta av tre skäl.

För det första kan inte alltid lagar, förordningar och avtalsvillkor förväntas vara utformade för en verklighet med negativa räntor. Det riskerar att uppkomma situationer där det inte finns befintliga regelverk att tillämpa. För det andra finns det en synnerligen välspridd tillgång med nollavkastning – kontanter. Portföljpassningar kan komma att innebära att efterfrågan på kontanter ökar. Det är oklart hur stor efterfrågeökningen kan komma att bli.

Slutligen uttryckte Ohlsson att det bekymrar honom hur de ekonomiska aktörerna kan komma att agera när räntorna är negativa. Det är för honom en öppen fråga om beteendet i en plusvärld verkligen kan översättas till en minusvärld.

Den modesta negativa räntesatsen om 0,10 procent samt erfarenheterna från Schweiz och Danmark stillar dock Ohlssons oro. Tillsammans med de föreslagna köpen av statsobligationer ansåg han detta vara en mycket välavvägd expansiv penningpolitik i den situation som den svenska ekonomin nu befinner sig i.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han på det stora hela delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan till $-0,10$ procent, att återställa räntorna för de finjusterande operationerna till $+/-0,10$ procentenheter runt reporäntan, att revidera ned prognosen för räntebanan något och att komplettera detta med att köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor. Vidare ansåg Ingves att det är rimligt att fortsätta arbetet med eventuell utlåning till företag samt att vara beredd att vidta åtgärder även mellan de penningpolitiska mötena om så skulle behövas.

I omvärlden fortsätter återhämtningen men det går ganska trögt och styrkan är fortsatt ojämnt fördelad mellan olika länder och regioner. I USA är återhämtningen rätt stark och den gynnas också av att oljepriset fallit ytterligare sen förra mötet. Prognosen för inflationen i utkastet till penningpolitik rapport är nedreviderad rejält i år på grund av oljeprisfallet, det är till och med sannolikt med en period med negativ inflation som en konsekvens, men inflationen blir positiv och stiger igen i början av nästa år.

I euroområdet är återhämtningen svagare än i USA, till följd av en långsam anpassning av obalanserna i flera länder, men även den bör gynnas av oljeprisnedgången. Dessutom stimuleras BNP-tillväxten av ECB:s stödköpsprogram. I euroområdet är prognosen för inflationen i utkastet till penningpolitik rapport också nedreviderad i år, men förutses börja stiga igen senare under året.

Ingves konstaterade vidare att konjunkturutsikterna är något sämre i Asien och Latinamerika och mycket sämre i Ryssland än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Omställningen av Kinas ekonomi från en investeringsledd BNP-tillväxt till en konsumtionsdriven sådan innebär att BNP-tillväxten dämpas där, vilket påverkar många andra länder.

Osäkerheten i omvärlden har därtill ökat på flera andra sätt sedan det förra penningpolitiska mötet.

I Grekland har den ekonomiskpolitiska och finansiella osäkerheten ökat rejält de senaste veckorna, vilket kan spilla över på ekonomin i euroområdet och därmed också indirekt på den svenska ekonomin på ett sätt som är svårt att prognostisera.

Den förvärrade konflikten mellan Ryssland och Ukraina innebär att de geopolitiska riskerna har tilltagit. Ukraina har mycket stora ekonomiska och finansiella problem. Rysslands ekonomi har försvagats kraftigt av oljeprisfallet och EU:s och USA:s sanktioner. Det bidrar till stor osäkerhet särskilt för länder med stor handel med Ryssland, också med möjliga indirekta risker för svensk ekonomi.

På de finansiella marknaderna har osäkerheten ökat om effekterna av skillnader i penningpolitik mellan olika centralbanker. ECB har beslutat om stora tillgångsköp för att göra penningpolitiken mer expansiv och se till att inflationen stiger. Skillnaderna i penningpolitik mellan euroområdet och USA har därmed ökat. Dessutom har penningpolitiken i några mindre europeiska länder lagts om. Den schweiziska centralbanken har tagit bort valutakursgolvet gentemot euron och sänkt styrräntan till -0,75 procent. I Danmark har Nationalbanken intervenerat på valutamarknaden i stor omfattning och sänkt styrräntan till -0,75 procent för att försvara den fasta växelkursen mot euron. Vidare påverkas Norge av oljeprisfallet.

Ingves menade att allt detta innebär att det är utomordentligt svårt att göra medelvärdesprognoser för realekonomi och inflation, både i omvärlden och i Sverige. Särskilt svårt är det att förutspå hur växelkurser kommer att utvecklas. Prognoserna har inte ändrats särskilt mycket men "spelplanen" ser annorlunda ut nu än i december. De händelser som har inträffat har ökat osäkerheten och den osäkerheten kommer sannolikt att bestå.

I Sverige gynnas BNP-tillväxten av lägre oljepris och att kronan försvagats, men den hålls tillbaka av att återhämtningen i omvärlden går ganska långsamt. BNP-prognosen är i stort sett oförändrad jämfört med i december. Men 2016 och 2017 är bedömningen i utkastet till penningpolitik rapport att ökande utländsk efterfrågan bidrar till att export och investeringar i Sverige ökar snabbare. Utan expansion i omvärlden är det svårt att hålla efterfrågan uppe enbart med inhemska medel. När omvärlden återhämtar sig och arbetsmarknaden förbättras kan konsumtionen fortsätta att bidra till BNP-tillväxten under prognosperioden.

Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december väntas arbetslösheten bli något högre under prognosperioden och gradvis sjunka till 6,7 procent. Enligt Ingves bedömning finns det dock en risk för att antagandena om BNP-tillväxten och prognosen för arbetslösheten kan vara något för optimistiska. Omvärldsutvecklingen kan bli sämre eller mycket sämre än huvudscenariot på grund av den osäkerhet han tidigare nämnt.

Arbetsmarknaden i Sverige förefaller fungera sämre än i till exempel Tyskland, som Ingves påpekat vid tidigare möten. Det handlar om strukturproblem och dålig matchning mellan lediga platser och den del av arbetskraften som saknar sysselsättning. Arbetslösheten framöver påverkas därför av flera osäkra faktorer – exempelvis hur matchning och

demografi utvecklas. Det är frågeställningar som ligger långt utanför penningpolitiken. Å andra sidan ligger nu nyanmälda lediga jobb på ungefär samma nivå som 2007 så att arbetslösheten är på väg ned verkar ganska klart men hastigheten och till vilken nivå är mera svårbedömbart.

Inflationen är låg och lägre energipriser bidrar till det. Inflationen är dock rätt låg även om man rensar för energipriser och bortser ifrån sjunkande räntekostnader, 1,1 procent årlig ökningstakt i december för KPIF exklusive energi.

Inflationen har varit låg i flera länder, som visas i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport. Tjänstepriserna har till exempel sedan en tid ökat långsamt både i Sverige och i euroområdet. Ökningstakten för tjänstepriserna är fortfarande lägre än genomsnittet, cirka 1,8 procent per år sedan år 2000, men är på väg upp. Varupriserna minskade under 2014 ungefär som de gjort i genomsnitt sedan år 2000, med cirka 0,5 procent per år. Energipriserna däremot har sjunkit betydligt snabbare än väntat. Det finns dock tecken på att nedåttrenden håller på att vända för flera undergrupper i KPI, som livsmedel, varor och tjänster.

Den underliggande inflationen, till exempel mätt med KPIF exklusive energi, bedöms enligt Ingves ha bottnat och vara på väg upp. Ökat resursutnyttjande borde ge gradvis högre löneökningar och ökade möjligheter för företagen att höja sina priser talar för att inflationen stiger under prognosperioden. Importpriserna borde också stiga när ekonomin i omvärlden återhämtar sig. Inflationen enligt KPIF exklusive energi stiger enligt utkastet till penningpolitisk rapport till en början snabbare än KPIF och når 2 procent under inledningen av 2016.

Lägre energipriser bedöms hålla nere KPIF-inflationen också under det närmaste året. Utvecklingen motverkas dock delvis av att kronan försvagats. Kronan bedöms ligga kvar på en svagare nivå lite längre än i prognosen i december, vilket bidrar till att hålla inflationen uppe. KPIF-inflationen bedöms nå 2 procent i mitten av 2016.

Det finns dock ökade risker för bakslag både när det gäller realekonomi och finansiella marknader. Det bidrar också till risker för att inflationsförväntningarna faller ytterligare och att inflationen inte börjar stiga enligt banan i huvudscenariot.

Det finns, enligt Ingves mening, en betydande osäkerhet om den framtida inflationen. Det gäller bland annat storleken på direkta och indirekta effekter av energiprisnedgången på svenska konsumentpriser. Inflationen i Sverige har varit låg under en tid och inflationsförväntningarna på lång sikt har sjunkit gradvis. I ett sådant läge kan oljeprisfallet påverka inflationsförväntningarna mer än normalt vilket skulle riskera hålla ned inflationen. Det framgår av ett alternativscenario i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport.

Riksbankens företagsundersökning som publicerades 6 februari påminner också om att teknikomvandling och ökad global konkurrens håller tillbaka priserna och bidrar till att företagen jagar kostnader. Efterfrågan behöver, enligt företagen, öka för att det skall bli utrymme för större prishöjningar.

Givet penningpolitiken i omvärlden finns därtill en risk för att kronan blir starkare än i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Sverige är extremt beroende av export till omvärlden. Det är ett osäkert läge i Europa. Det är då viktigt att kronan inte börjar stärkas för snabbt. Växelkursen påverkas i hög grad av penningpolitiken i USA respektive euroområdet. I en viss mening är kronan därmed positionerad mellan dollarn och euron. I ett läge med låg inflation i både Sverige och euroområdet är nu kronan närmare euron och det är viktigt att den förblir så. Ingves påpekade att Riksbanken får hålla ett vakande öga på eventuella spridningseffekter när likviditeten ökar i euroområdet till följd av tillgångsköp. I grunden är ökad tillväxt i Europa bra för Sverige men växelkurseffekter på kort sikt kan också spela en roll för inflationsutvecklingen.

Ett centralt problem är att bostadspriserna fortsätter att stiga kraftigt, vilket bidrar till ökad upplåning med stora risker för den ekonomiska stabiliteten framöver. Trots att Riksbanken under flera år efterlyst åtgärder på andra områden har alltför litet gjorts. Finansinspektionens förslag på amorteringskrav räcker inte. Det får bara marginella effekter. Listan på andra åtgärder inkluderar en skärpning av bolånetaket, reducerade ränteavdrag för bolån, införande av miniminivåer i bankernas kvar-att-leva-på kalkyler och förbättring av bostadsmarknadens funktionssätt. Stigande tillgångspriser och en snabbt stigande utlåning till bostadsköp är bieffekter av den lågräntepolitik som nu förs och dessa bieffekter måste motverkas för att riskerna inte skall bli för stora. Underlåtenhet att göra det skapar risker som Ingves inte tycker vi bör ta i vårt land.

Ingves kom sedan in på de förslag till penningpolitiska beslut som han gick igenom inledningsvis. De åtgärder som nu föreslås och som kan skalas upp vid behov kan sammantaget ses som en slags försäkring mot dåliga utfall och risker för lägre inflation och inflationsförväntningar. Detta mot bakgrund av en osäker och divergerande utveckling i vår omvärld som vi inte råår över.

En centralbanks penningpolitik verkar enligt läroboken genom flera kanaler. Räntor på korta och längre löptider reduceras, till följd av lägre reporänta och räntebana. Kompletterande köp av statspapper bidrar till lägre risk- och terminspremier och därmed också lägre räntor. Lägre räntor relativt omvärlden bidrar till att försvaga växelkursen. Okonventionella åtgärder bidrar också till att centralbankens balansräkning ökar. Det innebär att likviditeten (mängden pengar) ökar i ekonomin. Därmed ökar också balansräkningen för aktörerna i den privata sektorn vilket möjliggör mer konsumtion/investeringar och i förlängningen stigande priser.

Ingves gick sedan in på de argument som han menade var de viktigaste för den penningpolitiska avvägningen. I praktiken är storleken på effekterna av dessa olika kanaler svåra att uppskatta, men de innebär sammantagna en försäkring mot alltför låg inflation i en osäker omvärld. Det är en försäkring som behövs. Det finns tydliga risker för händelser som i statistisk mening ligger en bra bit ifrån medelvärdesprognosen men i praktiken skulle få stora negativa konsekvenser. Vi visar i handling att vi slår vakt om inflationsmålet och att vi har beredskap för ytterligare åtgärder. Vi är i grund och botten beredda att göra allt vi kan för att värna inflationsmålet som ett ankare för pris- och lönebildningen i Sverige. Då måste vi också vara beredda att använda vår balansräkning för att uppnå vårt mål.

Avslutningsvis sade Ingves att om mer behövs för att göra penningpolitiken mer expansiv finns flera alternativ. Det är möjligt att sänka reporäntan och reporäntebanan mer än idag. Det är också möjligt att utöka köpen av statsobligationer. Till det kommer att vi bör ha en beredskap för att påbörja utlåning till företag via banker, som inriktas på att öka företagens investeringar. Har vi rätt i vår prognos kommer inflationen att börja stiga snart, skulle så inte vara fallet får vi ta i litet mera. Samtidigt kan det avslutningsvis vara värt att notera att om man jämför med andra länder och tittar på de räntor som företag, hushåll och staten möter när man lånar så är svensk penningpolitik nu mycket expansiv.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde diskussionen med att ta upp en fråga relaterad till förslaget att sänka reporäntan till $-0,10$ procent och inlåningsräntan för de finjusterande transaktionerna till $-0,20$ procent: Finns det nu inte en risk för att bankerna i sin tur inför minusräntor, eller ett slags avgifter, på sina kunders spar- eller lönekonton?

Av åtminstone två skäl bedömde Jansson att den risken är liten. För det första skulle detta givetvis inte vara en särskilt omtyckt åtgärd bland bankernas kunder. Bankkunder tvingas redan betala en mängd olika avgifter för bankernas tjänster och det skulle inte bli helt lätt för bankerna att motivera varför det är lämpligt med ytterligare en avgift, eller minusränta, för en "tjänst" som ytterst handlar om att förbättra den svenska ekonomin.

För det andra blir kostnaden som bankerna får till följd av de negativa räntorna inte särskilt stor. Om den relateras till vinstläget i banksektorn blir den i stort sett försumbar. Detsamma gäller om kostnaden jämförs med utdelningen till bankernas ägare. En sådan liten kostnad motiverar knappast minusränta eller avgifter på spar- eller lönekonton.

Precis som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport är det dessutom troligare att bankerna, om de till varje pris vill förhindra en försämring av sin intjäning, istället väljer att inte sänka sina utlåningsräntor i samma utsträckning som de brukar vid en reporäntesänkning, fortsatte Jansson. Det skulle i så fall sammantaget innebära att den penningpolitiska transmissionsmekanismen blir något svagare än normalt när reporäntan

sänks under nollgränsen. Men reporäntesänkningar under noll skulle fortfarande påverka ekonomin via både lägre räntor och andra kanaler i transmissionsmekanismen, till exempel en svagare växelkurs. Och det går förstås inte heller att utesluta att bankerna faktiskt accepterar en något sämre intjäning och låter utlåningsräntorna falla i samma utsträckning som när reporäntan är positiv.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde sitt diskussionsinlägg med att säga att hon delar Ohlssons analys om matchningsproblemen på arbetsmarknaden, att penningpolitiken har svårt att kompensera för detta och att andra politikområden behöver arbeta med att förbättra matchningen.

Det ingår i Riksbankens analysarbete att följa och förstå inte bara konjunkturförloppet utan även de strukturförändringar som sker i ekonomin. Därför är det positivt att en av fördjupningsrutorna i den penningpolitiska rapporten handlar just om strukturförändringar, nämligen den digitala tekniska utvecklingen och vilka möjliga genomslag den har på samhällsekonomin i bred mening. I fördjupningen dras slutsatsen att teknikförändringarna har en dämpande effekt på inflationen, men att den effekten är svårsmätbar och att andra faktorer spelat en större roll för den låga inflationen de senaste åren.

Att teknikförändringar är viktiga faktorer för samhällsekonomin bekräftas också i Riksbankens senaste företagsundersökning. Investeringar handlar om effektiviseringar av befintlig verksamhet snarare än expansion vilket medför behov av en utökning av arbetstagarnas kompetens. Riksbanken förhåller sig i utkastet till penningpolitisk rapport avvaktande till hur stora förändringarna är, men uppfattas digital teknik som en viktig fråga i näringslivet så agerar företagen därefter.

Med tekniken kommer nya beteenden. Att till exempelvis produktionen av tidningspapper har halverats i Sverige på några år, handlar till stor del om att konsumenterna efterfrågar en i deras tycke bättre produkt, nämligen digitala läsformer. Det finns ingen penningpolitik som kan få konsumenterna att ändra till den gamla produkten om man har hittat en bättre.

Skingsley kommenterade också Flodéns inlägg om att en lägre reporäntebana bör gå före eventuella köp av statsobligationer. Hon höll med om att reporäntan och prognosen för reporäntebanan är direktionens främsta redskap i penningpolitiken men anser också att signalkraften i en ändrad räntebana inte ska överdrivas. Dels är Riksbanken tydlig med prognososäkerheten. Prognosen längst ut vid horisonten innebär, mot bakgrund av det så kallade osäkerhetsintervallet, att reporäntan om tre år kan vara mellan $-2,0$ och $4,9$ procent. Dels är det upp till räntemarknaden att prissätta det man uppfattar som den mest sannolika framtida penningpolitiken, och den avläsningen visar att räntemarknaden bedömer att framtida räntor kommer ligga lägre än i prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Om det blir reporäntebanan som materialiseras i framtiden finns den tekniska risken för en framtida värdeförsämring av de obligationer som nu köps. Men den risken bedömde Skingsley som begränsad när den vägs mot den mer akuta risken att inflationen i Sverige sjunker ytterligare, med ökade svårigheter att hålla inflationsförväntningarna förankrade vid inflationsmålet.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** höll med om Ohlssons synpunkt att negativ reporänta är oprövad terräng och att det finns ett antal osäkerhetsfaktorer kopplade till detta. Som Ohlsson sa har lagstiftare kanske inte tänkt på negativ ränta som en möjlighet när lagar och regelverk utformades, och det är möjligt att efterfrågan på kontanter ökar. Flodén ansåg det viktigt att påpeka att Riksbanken har funderat en hel del på sådana frågor före dagens beslut. Det rör sig som sagt om oprövad terräng, så helt säker på vad effekterna blir kan man förstås inte vara. Riksbankens undersökningar tyder i varje fall på att eventuella problem med lagar och regelverk kan hanteras. Och bedömningen är att efterfrågan på kontanter inte kommer att öka påtagligt så länge reporäntan inte sänks till kraftigt negativa nivåer. Riksbanken har också förutsättningar och beredskap att klara av en ökad kontanteafterfrågan om det trots allt uppstår.

Liksom Ohlsson tror Flodén att en negativ ränta kan uppfattas som märklig av många aktörer. Det är därför svårt att förutsäga hur beteenden förändras. Men egentligen borde inte en sänkning till negativ ränta ha så annorlunda effekter. När Riksbanken sänker reporäntan blir det ju alltid mindre attraktivt att spara och mer attraktivt att låna. Skillnaden den här gången är möjligen att den effekten blir mindre än vanligt eftersom räntan på spar- och lönekonton förmodligen inte sänks riktigt lika mycket som vid reporäntesänkningar från högre nivåer.

Flodén kommenterade sedan Skingsleys frågor. Han förtydligade att han inte förespråkar en annan räntebana än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport. Och i likhet med Skingsley tror Flodén att räntebanans signalvärde är svagt, särskilt långt ut i svansen vid prognoshorisontens slut. Riksbankens möjligheter att göra penningpolitiken mer eller mindre expansiv genom att ändra reporäntebanan är därför begränsade. Flodén sade att vad han tidigare försökte säga var att kommunikationen kring den penningpolitiska strategin är viktig och att trovärdigheten för räntebanan kan stärkas av obligationsköp som gör att det blir mer troligt att reporäntan verkligen utvecklas som i prognosen och som gör att det blir dyrt för Riksbanken att avvika från den presenterade reporäntebanan. På motsvarande sätt kan kommunikationen kring räntebanan förstärka de effekter som obligationsköpen syftar till att uppnå. Flodén ser dock inte hur sådana effekter ska kunna uppnås om Riksbanken kommunicerar en prognos för reporäntebanan som är avsevärt högre än marknadsräntorna samtidigt som Riksbanken köper obligationer för att ytterligare pressa ner marknadsräntorna.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** kommenterade sedan Skingsleys och Flodéns inlägg. Han förtydligade att han inte är bekymrad över en sänkning av reporäntan till

-0,10 procent men att han inte tror att den kan gå alltför mycket lägre än så. Han fortsatte med att fråga sig om noll är ett magiskt tal eller inte, om det kommer att fungera som man tänkt med negativ ränta eller om aktörerna i ekonomin kommer agera annorlunda än vid positiv reporänta.

Riksbankschef **Stefan Ingves** kommenterade att man kan välja väg och antingen göra en åtgärd upp till en viss nivå åt gången eller så kan man göra flera åtgärder samtidigt. Enligt Ingves är det rimligt att använda flera åtgärder samtidigt. Han ansåg det lämpligt att ta diskussionen från det penningpolitiska mötet i december ytterligare ett steg och i handling visa att direktionen inte bara pratar utan också gör något. Ingves kommenterade vidare att han är medveten om att det blir svårt att jobba med både pris och kvantitet men ser inte det som något hinder för att på ena eller andra sättet får upp likviditeten i ekonomin. Han poängterade också att han delar osäkerheten om omvärldsutvecklingen som flera andra berört.

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

Världsekonomin som helhet väntas fortsätta återhämta sig. Men osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden och volatiliteten på finansiella marknader har ökat sedan det penningpolitiska mötet i december. Det låga oljepriset är positivt för den globala BNP-tillväxten men leder samtidigt till låg global inflation. Förutom rörelserna i oljepriset beror den ökade osäkerheten också bland annat på den senaste tidens utveckling av de ekonomiskpolitiska förutsättningarna i Grekland och konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Konjunkturutvecklingen skiljer sig åt mellan länder och regioner. Det tar sig uttryck i ökade skillnader i penningpolitiken. I USA och Storbritannien förväntas centralbankerna höja sina styrräntor i år, medan ECB och flera andra centralbanker har gjort penningpolitiken mer expansiv. Dessa skillnader har bidragit till stora rörelser på valutamarknaderna.

Med en återhämtning i omvärldens ekonomi stärks konjunkturen i Sverige och arbetsmarknaden förbättras framöver. Inflationen är fortfarande låg men det finns tecken på att den underliggande inflationen har bottnat. Lägre oljepriser riskerar dock att dämpa inflationsförväntningarna och därmed inflationen mer än vad som antagits i prognosen. Till detta kommer den ökade osäkerheten om utvecklingen i omvärlden och på finansiella marknader.

Direktionen var enig om att penningpolitiken behöver vara ännu mer expansiv för att minska risken för att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter att falla och för att understödja att inflationen stiger mot målet tillräckligt snabbt.

Samtliga i direktionen förespråkade att reporäntan sänks med 0,10 procentenheter till

–0,10 procent, att reporäntebanan justeras ned och att räntorna på de finjusterande transaktionerna i Riksbankens räntestyrningssystem återställs till reporäntan +/-0,10 procentenheter.

En majoritet av direktionen beslutade också att Riksbanken ska köpa nominella statsobligationer för 10 miljarder kronor. En ledamot reserverade sig mot att nu köpa statsobligationer.

Om nämnda åtgärder inte skulle räcka för att inflationen ska stiga mot målet kan Riksbanken snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv. De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Vid mötet diskuterades även effekterna av negativ reporänta, matchningsproblemen på arbetsmarknaden, effekterna av strukturförändringar i ekonomin samt riskerna med en ökad skuldsättning bland hushållen och behovet av ytterligare åtgärder för att hantera detta.

§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att sänka reporäntan till –0,10 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 18 februari 2015,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 12 februari 2015 kl. 9.30.

Till följd av direktionens beslut att införa negativ reporänta behöver Riksbankens Villkor för RIX och penningpolitiska instrument ändras i vissa delar för att fungera också i situationen då räntan är negativ. Även Riksbankens villkor för lorokonton kommer att kompletteras så att det är möjligt för Riksbanken att debitera lorokunderna negativ ränta.

§5. Beslut om köp av statsobligationer

Heidi Elmér föredrog ärendet.

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att nu köpa statsobligationer.

§6. Beslut om räntesatser för finjusterande transaktioner och stående faciliteter

Heidi Elmér föredrog ärendet.

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga C.

§7. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att torsdagen den 12 februari 2015 kl. 9.30 offentliggöra besluten under § 4, 5 och 6 med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 25 februari 2015 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Lena Eriksson

Justeras:

Martin Flodén

Stefan Ingves

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

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