



Penningpolitiskt protokoll

April 2015

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 28 april beslutade Riksbankens direktion att köpa statsobligationer för ytterligare 40-50 miljarder kronor. Därtill sänktes reporäntebanan påtagligt jämfört med beslutet i februari. Reporäntan lämnades oförändrad på -0,25 procent men kan sänkas ytterligare. Först under andra halvåret 2016 väntas räntan långsamt höjas. Dessa åtgärder och beredskapen att 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.

Den globala konjunkturen fortsätter att långsamt förbättras. Även om osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden är fortsatt stor ser återhämtningen i euroområdet ut att stå på en fastare grund.

Den expansiva penningpolitiken bedöms ha en positiv effekt på svensk ekonomi. KPIF-inflationen har börjat stiga och har de senaste månaderna blivit något högre än i Riksbankens prognoser. Även BNP-tillväxten under det fjärde kvartalet 2014 blev högre än förväntat.

I en miljö där penningpolitiken i vår omvärld går i otakt är växelkursens utveckling svårbedömd. Kronan har försvagats en hel del vilket ger stöd åt inflationen. Om kronan skulle förstärkas snabbt eller omvärlden utvecklas sämre än väntat riskerar det att bryta inflationsuppgången.

Direktionen var enig om att det krävs en mer expansiv penningpolitik för att säkerställa att inflationen stiger mot målet tillräckligt snabbt. Inflationen bedöms nå 2 procent vid årsskiftet 2015-2016.

Samtliga i direktionen förespråkade att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 40-50 miljarder kronor, att reporäntan ska ligga kvar på -0,25 procent och att revidera ned räntebanan påtagligt jämfört med beslutet i februari.

Inflationen har varit låg länge och Riksbankens penningpolitik speglar att toleransen för låg inflation är mycket begränsad. Det finns därför en fortsatt hög beredskap att vid behov göra penningpolitiken ännu mer expansiv även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, såsom att sänka reporäntan ytterligare, att köpa mer statsobligationer, att börja låna ut till företag via bankerna eller att intervensera på valutamarknaden.

Flera direktionsledamöter uttryckte en oro för de risker som finns förknippade med en mycket expansiv penningpolitik. Dessa är bland annat kopplade till hushållens skuldsättning och snabbt stigande bostadspriser. Ledamöterna poängterade att det nu är angeläget att regeringen och andra myndigheter genomför åtgärder som minskar dessa risker. I sammanhanget underströks vikten av att Finansinspektionens mandat och verktyg förtydligas och att förutsättningarna för ett amorteringskrav utreds snarast. Ledamöterna lyfte även att snabba prisuppgångar på riskfyllda finansiella tillgångar är något som kräver ökad vaksamhet framöver.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2015-04-28

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

Susanne Eberstein, fullmäktiges
ordförande
Michael Lundholm, fullmäktiges vice
ordförande

Claes Berg
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Lena Eriksson
Eric Frieberg
Christoffer Grände (§ 1)
Tobias Helmersson (§ 1)
Martin W Johansson
David Kjellberg
Anna Lidberg
Henrik Lundvall
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Sara Tägtström
David Vestin
Anders Vredin

Det antecknades att Anna Lidberg och Sara Tägtström skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Tobias Helmersson från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Fokus har sedan det penningpolitiska mötet i februari varit på åtgärderna från ECB och händelseutvecklingen i Grekland. Långa statsobligationsräntor i omvärlden har fallit. De svenska statsobligationsräntorna är i dagsläget lägre än de amerikanska och brittiska, och skillnaden gentemot de tyska räntorna har minskat.

Det har även varit stora rörelser i kronan. I handelsviktade termer är kronan nu något svagare jämfört med vid det penningpolitiska mötet i februari. De flesta analytiker förväntar sig en reporäntesänkning vid dagens möte och att Riksbanken ska utöka tillgångsköpen med 30–50 miljarder kronor. Ett fåtal analytiker tror också på ett låneprogram för företag och köp av kommun- och/eller bostadsobligationer.

Marianne Nessén, chef för Avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 10 och 13 april samt den 20 och 21 april. På ett möte med direktionen den 23 april bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Konjunkturen i omvärlden har fortsatt att gradvis förbättras i linje med de prognoser som Riksbanken gjorde i februari. Prognosen för KIX-vägd BNP är i stort sett oförändrad på aggregerad nivå jämfört med i februari. Tillväxtens sammansättning har dock ändrats med förväntningar om en något starkare ekonomisk utveckling i euroområdet och en svagare konjunkturutveckling i USA.

Inflationsutfallen i januari–mars har i regel blivit något högre än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i februari. Den underliggande inflationen, illustrerad med KPIF-inflationen exklusive energi, har börjat stiga och uppgick i mars till 1,3 procent. KPIF-inflationen steg under samma månad till 0,9 procent och KPI-inflationen till 0,2 procent. Inflationsförväntningarna har också stigit.

Den svenska kronan har försvagats i handelsvägda termer sedan i februari och bedöms ligga kvar på nuvarande nivåer ytterligare en tid innan den långsamt börjar stärkas. Jämfört med bedömningen i februari är kronan svagare både i utgångsläget och i slutet av prognosperioden.

BNP-tillväxten i Sverige bedöms bli högre 2015–2017 än vad som antogs i februari. Sysselsättningen väntas fortsätta öka. Samtidigt ökar också arbetskraften vilket gör att arbetslösheten endast faller långsamt. Revideringar av utfallen för hushållens skulder och disponibel inkomst har gjort att nivån på hushållens skuldkvot (skulder som andel av disponibel inkomst) har reviderats ned enligt utfallsdata, men bilden av en stigande skuldkvot under prognosperioden kvarstår.

Trots en mer expansiv penningpolitik och en svagare krona är revideringen av inflationsprognosen liten. Bedömningen är att det nu krävs en mer expansiv penningpolitik för att säkerställa att inflationen stiger tillräckligt snabbt och på ungefär samma sätt som i februari.

Reporäntan bedöms ligga kvar på $-0,25$ procent fram till andra halvåret 2016 för att därefter höjas endast långsamt till $0,8$ procent i mitten av 2018. Denna räntebana är väsentligt lägre än den som publicerades i februari. Den nya räntebanan är i linje med vad som kommunicerades i samband med beslutet i mars, och prognosen baseras också på köp av statsobligationer för ytterligare 40-50 miljarder kronor. Reporäntebanan avspeglar också att det är möjligt att sänka reporäntan ytterligare.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen, antagandena och prognoserna i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

De senaste månadernas utveckling visar att de penningpolitiska lättnaderna har effekter på inflationsutvecklingen i Sverige. Men framstegen sker i en miljö som alltjämt domineras av risker för bakslag i både den makroekonomiska och finansiella utvecklingen.

På de internationella finansmarknaderna är ECB:s påbörjade tillgångsköpsprogram en viktig händelse. Programmet stödjer en återhämtning i euroområdet, vilket också får positiva effekter på svensk ekonomi. Men det är emellertid en stor åtgärd under lång tid med få andra förebilder. Effekterna av programmet på den ekonomiska tillväxten och andra variabler kommer inte att kunna kvantifieras fullt ut förrän senare, enligt Skingsley. Det gäller även spridningseffekterna till den svenska ekonomin. Valutamarknaden domineras vidare av spekulationer kring Federal Reserves fortsatta omläggning av penningpolitiken i en åtstramande riktning.

Resultatet blir enligt Skingsley en miljö som gör händelseutvecklingen för kronan och svenska räntor ovanligt svår att prognostisera. I utkastet till den penningpolitiska rapporten bedöms en gradvis förstärkning av kronan ske under prognosperioden. Men skulle en förstärkning komma tidigare eller bli kraftigare än väntat skulle det enligt henne innebära en central risk för inflationsutsikterna.

Den reviderade makroprognosen som idag ligger på bordet innebär att prognosen för KPIF-inflationen skjuter över 2 procent från och med årsskiftet 2015–2016. Men det är osäkert hur snabbt inflationen verkligen kommer att stiga, menar Skingsley, eftersom prognosen läggs i en miljö som är mer svårbedömd än vanligt. Som exempel nämnde hon att inflationen har överraskat samtliga prognosmakare vid 9 tillfällen sedan

inledningen av 2013. Genomgångar av inflationsutfallen visar att nedgångar skett på bred front och att inom flera prisgrupper har utfall varit extrema ur ett historiskt perspektiv.

Skingsley fortsatte sedan att resonera kring svårigheterna att göra prognoser i dagsläget. I princip försöker Riksbankens prognoser beakta all relevant osäkerhet så att riskerna är balanserade runt prognosen. Men den nuvarande svenska kombinationen av relativt hög BNP-tillväxt, låg inflation och negativa räntor är en miljö där prognosmodellerna behöver ett relativt stort inslag av bedömningar och där riskerna är svåra att fånga på ett bra sätt. Det svenska inflationsläget är därför fortfarande sådant att hon lägger extra vikt vid att undvika en svagare utveckling i faktisk eller prognostiserad inflation. Därför stöder hon idag förslaget om ytterligare penningpolitisk stimulans.

De förändringar i penningpolitiken som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport består dels av att köpa statsobligationer för ytterligare 40–50 miljarder kronor fram till och med september, dels att förändra Riksbankens prognos om den framtida penningpolitiken som den kommer till uttryck i reporäntebanan. Justeringen av reporäntebanan i slutet av prognoshorisonten är bland de större som Riksbanken har gjort sedan systemet med publicerad reporäntebana infördes.

Givet den prognososäkerhet Skingsley just beskrivit är det för henne nu rimligt att addera ytterligare penningpolitisk stimulans. Samtidigt innebär de relativt gynnsamma trenderna på de finansiella marknaderna och i den reala ekonomin att det är motiverat med en lägre takt i köpen.

Skingsley ansåg att givet att Riksbanken har andra verktyg och att erfarenheterna av styrräntor satta i minusläge fortfarande är ganska begränsade i både Sverige och internationellt, är det befogat att avvakta med ytterligare styrräntesänkningar under tiden som Riksbankens och andra relevanta centralbankers erfarenheter av minusräntor har analyserats mer. Att reporäntan idag lämnas oförändrad betyder enligt henne inte att det är uteslutet att i framtiden stödja en räntesänkning, om det bedöms som ändamålsenligt.

Skingsley avslutade med att konstatera att Riksbankens direktion vid det här laget under ganska lång tid har påtalat att behovet av en penningpolitik inriktad på låg ränta under lång tid för att uppfylla inflationsmålsregimen också medför mindre önskade bieffekter, såsom stigande privata skulder.

Hon framhöll att direktionen det senaste året har varit tydlig med att de stigande makroekonomiska risker som en växande andel sårbara hushåll medför måste hanteras av andra politikområden än penningpolitiken. Det måste ske såväl inom ramen för makrotillsynen, som ska skötas av Finansinspektionen, som den allmänna ekonomiska politiken. Då Finansinspektionen nyligen drog tillbaka sitt förslag om amorteringskrav med hänvisning till ett osäkert rättsläge, behövs ett skyndsamt förtydligande av myndighetens mandat, menade Skingsley. Enligt hennes uppfattning har också den

uppkomna osäkerheten kring amorteringskraven gjort det än mer viktigt med en tydlig agenda innehållande konkreta förändringar på det här området.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** konstaterade inledningsvis att den ekonomiska utvecklingen både i Sverige och i omvärlden sedan det penningpolitiska mötet i februari har varit ungefär som väntat. Den svenska BNP-tillväxten för det fjärde kvartalet 2014 blev starkare än väntat, medan utfallen för inflation och arbetsmarknad har legat nära Riksbankens prognos. Trots detta valde Riksbanken att vid ett extraordinärt penningpolitiskt möte den 18 mars att göra penningpolitiken mer expansiv genom att sänka reporäntan och kommunicera att räntan skulle vara låg länge, samt utöka köpen av statsobligationer. Idag föreslås att statsobligationsköpen ökas ytterligare. Flodén tänker nu utveckla sina motiv till de här penningpolitiska besluten.

Flodén inleder med att notera att inflationsprognosen är ungefär oförändrad trots att penningpolitiken i utkastet till den penningpolitiska rapporten för april är betydligt mer expansiv än prognosen i februari. Riksbanken har därmed reviderat ned prognosen för det underliggande inflationstrycket. Och eftersom de ekonomiska utfallen sedan februari har legat ungefär i linje med Riksbankens prognos är det annat än rena utfallsdata som har ligger bakom denna revidering.

Flodén tycker att förklaringen till den nya bedömningen av det underliggande inflationstrycket kan delas upp i tre delar. För det första handlar det enligt honom om bedömningen av vilken växelkursutveckling i närtid som är förenlig med en inflationstakt som stiger tillräckligt snabbt det kommande året. Kronan har blivit svagare än i februariprognosen och väntas nu ligga kvar på denna nivå ytterligare en tid och sedan långsamt appreciera, utan att detta sätter något tydligt avtryck i inflationsprognosen.

För det andra handlar det om hur den svenska penningpolitiken måste förhålla sig till penningpolitiken i omvärlden, på både kort och lång sikt. På kort sikt handlar det om att se till att ECB:s expansiva penningpolitik med stora tillgångsköp inte medför att kronan stärks så snabbt att den svenska inflationsuppgången hotas. När ECB påbörjade sina köp av statsobligationer fanns tendenser till en sådan kronförstärkning, och det var en av anledningarna bakom beslutet att göra penningpolitiken mer expansiv den 18 mars.

På längre sikt handlar det om hur svenska räntor utvecklas i förhållande till omvärldens. Riksbanken har länge haft en prognos där reporäntan väntas höjas betydligt snabbare än utländska styrräntor i slutet av prognosperioden. I februari indikerade marknadens terminsprissättning att reporäntan skulle vara cirka 0,2 procentenheter lägre än omvärldens KIX-viktade styrräntor i början på 2018 medan Riksbankens prognos innebar att reporäntan skulle vara 0,7 procentenheter högre än omvärldens KIX-viktade styrräntor vid den tidpunkten. När reporäntebanan nu har reviderats ned försvinner nästan hela denna skillnad. Såväl terminsprissättningen som Riksbankens prognos indikerar att reporäntan kommer att vara aningen lägre än omvärldens styrräntor i början av 2018. Det

blir nu tydligare att den svenska penningpolitiken måste anpassa sig till den expansiva penningpolitiken med låga räntor i omvärlden inte bara på kort sikt, utan även på längre sikt.

För det tredje handlar det om hur Riksbankens penningpolitiska handlingsregel uppfattas, och hur detta i sin tur påverkar marknadens förväntningar på framtida penningpolitik. Flodén har vid flera tillfällen påpekat att penningpolitiken i det nuvarande läget inte kan följa vanliga handlingsregler. Inflationen har varit låg länge och inflationsmålets trovärdighet hotas om inte inflationen snabbt stiger till högre nivåer. Det är betydligt värre om inflationen överraskar på nedsidan än uppsidan, menar Flodén. Han skulle se det som önskvärt om inflationen stiger snabbare än i prognosen, och det är för honom inte ett problem om inflationen tillfälligt stiger över prognosen. Flodén menade att mot bakgrund av det här resonemanget borde han kanske förespråka en ännu mer expansiv penningpolitik, för att därmed få en mer balanserad syn på inflationsutvecklingen. Men här är förstås haken att det kan vara förknippat med kostnader och problem att göra penningpolitiken ännu mer expansiv utifrån dagens läge. Hur penningpolitiken utvecklas i närtid kommer enligt honom förmodligen att påverkas mer av en utvärdering av sådana kostnader och problem än av nya datautfall, åtminstone så länge datautfallen inte tydligt visar att inflationen snabbt och varaktigt kommer att etableras på en betydligt högre nivå än de senaste åren.

Det här knyter an till det penningpolitiska beslutet den 18 mars. I slutet av februari och början av mars kom överraskande starka utfall för den svenska ekonomin, främst BNP-siffrorna för fjärde kvartalet 2014 och inflationsutfallet för februari. Detta bidrog förmodligen till den uppgång i svenska långräntor som skedde under samma period, men i så fall har Riksbanken misslyckats med att förmedla hur den penningpolitiska handlingsregeln nu ser ut. Även om kortsiktiga datautfall överraskar positivt kommer penningpolitiken behöva förbli expansiv under lång tid framöver, anser Flodén. Sådana datautfall indikerar dessutom att den expansiva penningpolitiken har önskad effekt, och stärker därmed hans övertygelse om att de beslutade åtgärderna är riktiga även om de medför vissa negativa sidoeffekter. Uppgången i svenska långa statsobligationsräntor riskerade att hota den prognostiserade inflationsuppgången. För Flodén syftade det penningpolitiska beslutet i mars därför till att pressa ner räntorna både genom de beslutade åtgärderna och genom en tydligare signalering kring Riksbankens handlingsregel.

Han ville utveckla det han nämnt kring att den expansiva penningpolitiken fungerar men att det även kan finnas problem förknippade med dessa åtgärder. En indikation på att penningpolitiken fungerar är att inflationen har slutat falla och att olika mått på underliggande inflation har börjat stiga. Detta trots att det finns en fortsatt nedåtpress på inflationsutvecklingen från omvärlden. Ytterligare en indikation på att penningpolitiken fungerar är enligt honom att sänkningarna av reporäntan har slagit igenom på

marknadsräntor som förväntat. Framförallt har bankernas utlåningsräntor fallit ungefär så som de brukar vid sänkningar av reporäntan. Den expansiva penningpolitiken pressar därför inte upp inflationstrycket enbart genom en svagare växelkurs utan även genom den vanliga räntekanalerna. På så sätt stimuleras konsumtion och investeringar, vilket bidrar till högre efterfrågan och i förlängningen även till högre konsumentpriser.

Problemen med negativ ränta har hittills varit begränsade och har främst rört tekniska och rättsliga svårigheter på vissa obligationsmarknader. Men om reporäntan skulle sänkas till ännu lägre nivåer kan tydligare problem uppstå, menar Flodén. Det är tänkbart att bankernas utlåningsräntor då inte sjunker lika mycket som normalt eftersom deras finansieringskostnader inte följer med ned när inlåningsräntorna är stabila. De penningpolitiska vinsterna av en räntesänkning blir då mindre. Samtidigt skulle de tekniska och rättsliga problemen på obligationsmarknaderna förmodligen bli mer påtagliga, och det finns en risk att även hushållens beteenden skulle påverkas på ett oönskat sätt. Kostnaderna förknippade med en räntesänkning skulle alltså bli större. Han framhöll att det inte betyder att han utesluter ytterligare räntesänkningar, men ett sådant beslut måste baseras på en avvägning mellan vinster och kostnader. Med den inflations- och marknadsutveckling som nu prognostiseras ser han det inte som motiverat att idag sänka reporäntan, men om inflationsutsikterna försämras kommer en ytterligare räntesänkning att ligga nära till hands för honom.

Ett annat problem förknippat med den låga räntan som ofta lyfts fram är att det skapar en jakt på nominell avkastning, vilket medför ett allt större risktagande på finans- och bostadsmarknaderna. Även Flodén ser med viss oro på snabbt stigande tillgångspriser och skulder. Men han tror inte att en stramare penningpolitik är lösningen på sådana problem. En högre reporänta skulle medföra lägre inflation, starkare växelkurs och svagare svensk tillväxt. Såväl den lägre inflationen som den lägre tillväxten skulle medföra att de nominella räntorna blir lägre på sikt. Vi måste, enligt Flodén, helt enkelt acceptera att ränteläget i världsekonomin är mycket lågt och att en expansiv penningpolitik är vägen tillbaka till en högre inflationstakt och ett normalt konjunkturläge och därmed till varaktigt högre nominella räntor.

Avslutningsvis ville Flodén diskutera Riksbankens beslut i mars att köpa statsobligationer för 30 miljarder kronor, och förslaget till beslut idag att utöka köpen med 40-50 miljarder kronor. Han reserverade sig mot direktionens beslut i februari att köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor, men ställde sig bakom beslutet i mars och han stödjer även förslaget till beslut idag.

Hans främsta invändning vid februaribeslutet var att Riksbanken köpte statsobligationer i syfte att pressa ner långräntor samtidigt som Riksbankens prognos för reporäntan låg avsevärt högre än de ränteförväntningar som prisades in av marknaden i dessa obligationer. Diskrepansen mellan reporäntebanan och viljan att pressa ner långräntor riskerade att göra penningpolitiken otydlig och förminska effekterna av obligationsköpen.

Den här diskrepansen mellan Riksbankens reporäntebana och marknadens prissättning minskar avsevärt när reporäntebanan nu revideras ned. Som han tidigare påtalade elimineras dessutom skillnaden mellan Riksbankens och marknadens prognos för hur reporäntan kommer att utvecklas i förhållande till utländska styrräntor. Med den nya reporäntebana ser han därför obligationsköpen som ett sätt att ge ett visst stöd åt marknadspriser som är i linje med förväntningar på att den svenska styrräntan inte kommer att stiga för snabbt i förhållande till omvärldens räntor. En av anledningarna bakom det penningpolitiska beslutet i mars, med sänkt reporänta och utökade obligationsköp, var just att svenska långräntor började stiga snabbt i förhållande till omvärldens. Och förslaget att idag utöka obligationsköpen syftar till att hålla kvar svenska långräntorna på en nivå nära omvärldens räntor och ska ses i ljuset av ECB:s fortsatta tillgångsköp och de effekter dessa får på till exempel tyska räntor.

Till sist tycker Flodén att det är bra att Riksbanken nu presenterar en plan för obligationsköpen på lite längre sikt än vid beslutet i februari och mars. Vissheten om att Riksbanken kommer att finnas kvar som köpare på marknaden åtminstone till och med september bör hålla ned obligationsräntorna under den tidsperioden.

Flodén avslutade med att sammanfatta att han ställer sig bakom förslaget till penningpolitiskt beslut och penningpolitisk rapport i dess helhet.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att det sedan den penningpolitiska rapporten i februari har inkommit tre nya inflationsutfall, för januari, februari och mars. Utfallen har generellt sett varit något över Riksbankens prognos. För marsutfallet var avvikelsen dock liten. Vid beslutet i februari gjordes bedömningen att KPIF-inflationen för mars skulle uppgå till 0,81 procent. Utfallet hamnade på 0,92 procent, det vill säga en knapp tiondels procentenhet högre än väntat. Rensad för de volatila energipriserna var inflationen till och med något lägre än beräknat, 1,26 procent jämfört med prognostiserade 1,37 procent. Mot bakgrund av att marsutfallet dock bland annat påverkades av en ovanligt stor bokrea ansåg Jansson att inflationsbilden sedan februari sammantaget ändå är lite ljusare än väntat.

Jansson fortsatte med att konstatera att även utvecklingen av inflationsförväntningarna går i positiv riktning. Sedan februari har tre nya undersökningar publicerats, två månadsundersökningar och en kvartalsundersökning. Vad gäller förväntningarna på inflationen om fem år hos arbetsmarknadens parter, som bara mäts i kvartalsundersökningarna, kan skönjas en marginell uppgång tack vare något högre förväntningar bland arbetsgivarorganisationer. För dessa ökade den förväntade inflationen om fem år från 1,69 procent till 1,76 procent. Det är en liten men viktig ökning, menade Jansson. För samtliga grupper i kvartalsundersökningen för mars var de femåriga inflationsförväntningarna i stort sett oförändrade, drygt 1,7 procent.

Jansson framhöll att förväntningarna på inflationen om fem år hos penningmarknadens aktörer, som mäts i både månadsundersökningarna och kvartalsundersökningarna, dock har stigit påtagligt. Vid beslutstillfället i februari visade undersökningen för januari att penningmarknadens aktörer trodde att inflationen skulle vara 1,65 procent om fem år. I februari var motsvarande siffra 1,72 procent. I mars och april hade siffran stigit ytterligare, till 1,87 respektive 1,86 procent. Noteras kan att uppgången både är stor och verkar hålla i sig. Det är förstås mycket glädjande, sade han.

Sammantaget tyder utvecklingen av både inflationen och inflationsförväntningarna på att Riksbankens expansiva penningpolitik har effekt. Men det gäller förstås att se till att den här utvecklingen fortsätter och inte bryts. Med en uppmätt inflationstakt på knappt 1 procent och mer långsiktiga inflationsförväntningar ett antal tiondelar under 2 procent finns inget utrymme att slå sig till ro. I utkastet till penningpolitisk rapport diskuteras flera risker som skulle kunna skapa bakslag för inflationsutvecklingen, påpekade Jansson.

En av dessa risker, fortsatte Jansson, handlar om att kronans växelkurs, framförallt mot euron, på nytt börjar appreciera kraftigt och snabbt. Det är en risk som enligt Jansson just nu förtjänar särskilt stor uppmärksamhet. Han ville i sammanhanget betona att en stor förstärkning av kronan inom en kort tidsperiod kan skapa problem även om det skulle vara så att växelkursen är undervärderad jämfört vad som är rimligt på lång sikt.

Ett viktigt skäl till att en kraftig och snabb appreciering av kronan i nuläget skulle kunna bli ett särskilt stort problem är att det riskerar att pressa ned de redan ganska låga mer långsiktiga inflationsförväntningarna. Om så sker kommer det att bli betydligt svårare än annars att uppnå inflationsmålet inom ett rimligt tidsperspektiv. Den poängen illustreras på ett förtjänstfullt sätt i en av fördjupningarna i utkastet till penningpolitisk rapport, sade Jansson.

En faktor som i sammanhanget påtagligt kan förstärka de negativa effekterna på inflationen och inflationsförväntningarna är om arbetsmarknadens parter i sina löneförhandlingar 2016 bestämmer sig för avtalsmässiga löneökningar som inte utgår från en inflationstakt i linje med målet. Det riskerar att leda till en negativ spiral där inflationen och inflationsförväntningarna pressar ned varandra i en ömsesidig växelverkan. En sådan utveckling skulle inte bara utgöra ett mycket allvarligt hot mot inflationsmålet utan i förlängningen också kunna få betydande negativa konsekvenser för BNP och sysselsättning, och i värsta fall få Sverige att hamna i en deflationsspiral. Det måste förstås förhindras till varje pris, underströk Jansson.

För att vara på den säkra sidan föreslås mot denna bakgrund i utkastet till penningpolitisk rapport att nu göra penningpolitiken ännu mer expansiv, konstaterade Jansson. I förslaget ingår denna gång inte att sänka reporäntan. Som han såg det hade det förvisso varit möjligt att nu även göra ytterligare en sänkning av reporäntan. Men det kan å andra sidan

också snabbt göras framöver om ett behov skulle uppstå. Han ställde sig därför bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport.

Jansson noterade att inflationsprognosen bara har reviderats upp lite grann trots en betydligt mer expansiv penningpolitik och en ganska påtagligt svagare prognos för kronan jämfört med februari. Att inflationsprognosen inte reviderats upp mer har bland annat att göra med att inflationen vid flera tillfällen tidigare överraskat negativt. Det finns därför en osäkerhet kring hur snabbt inflationen kan komma att stiga och erfarenheterna talar för att det mest rör sig om nedåtrisker. Men det kan också tolkas som att det finns en säkerhetsmarginal inbyggd i prognosen som illustrerar att det i nuläget är klart bättre med en inflationstakt som överstiger, snarare än understiger, prognosen. För egen del sade Jansson sig ha en hög tolerans för en inflation som stiger snabbare än nu väntat.

Det finns, som Jansson påpekat, alltså ett flertal allvarliga risker förknippade med en för låg inflation. Det är just för att hantera dessa som Riksbanken nu bedriver penningpolitiken på det sätt den gör. Men en mycket expansiv penningpolitik har inte bara fördelar utan kan också föra med sig negativa sidoeffekter. Den höga skuldsättningen bland svenska hushåll och prisutvecklingen på bostadsmarknaden har i detta sammanhang diskuterats under lång tid. Men i takt med att penningpolitiken görs allt mer expansiv och inriktningen bibehålls under lång tid kan även andra risker tillkomma, underströk Jansson.

Investerare på finansiella marknader söker efter avkastning och det kan skapa överdrivna uppgångar i tillgångspriser och ett för stort risktagande. Det kan i sin tur på lite längre sikt få stora negativa konsekvenser för makroekonomin om en korrigerande inträffar. I princip bör förstås Riksbanken i sin penningpolitik försöka ta hänsyn till såväl kortsiktiga som mer långsiktiga hot mot makrostabiliteten. Men i det rådande läget, med låg inflation under lång tid och trendmässigt fallande mer långsiktiga inflationsförväntningar, finns inget utrymme att ta sådana hänsyn. Tvärtom så bidrar ju penningpolitiken, som Jansson just förklarar, till att öka den här typen av risker. Det gör att det nu ställs mycket höga krav på andra politikområden att skyndsamt vidta åtgärder. Det är ju också ett budskap som framförts av Riksbanken under en ganska lång tid vid det här laget.

Mot den här bakgrunden menade Jansson att det givetvis är mycket bekymmersamt att Finansinspektionens amorteringskrav nu inte kan genomföras som planerat efter att det rättsliga stödet för ett sådant beslut ifrågasatts. Ifrågasättandet utgör inte bara ett problem när det gäller införandet av amorteringskravet utan kan i förlängningen också innebära en mer generell begränsning av Finansinspektionens möjligheter att överhuvudtaget bedriva makrotillsyn. Att rättsläget på det här området är oklart är förstås mycket olyckligt och innebär att den svenska ekonomin utsätts för stora och onödiga risker. Han ansåg att regeringen därför skyndsamt bör återkomma i frågan och verka för ett förtydligande av Finansinspektionens mandat och verktyg så att myndigheten kan genomföra makrotillsynen på det sätt det är tänkt.

Detta sagt kan Riksbanken förstås inte i penningpolitiken ta några hänsyn till att rättsläget för makrotillsynen nu blivit osäkert, påpekade Jansson. Det ändrar ju inte på Riksbankens behov av att få upp inflationen och värna inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Rätt lösning är förstås istället, som han redan konstaterat, att regeringen verkar för att räta ut det rättsliga frågetecknet så snabbt som möjligt.

Jansson ville avsluta med att kort kommentera penningpolitiken framöver. Själv är han helt övertygad om att utvecklingen nu går åt rätt håll och att den expansiva penningpolitiken biter. Den säkerhetsmarginal som den här gången byggts in i prognosen bidrar till hans optimism. De förbättringar av det ekonomiska läget som kan ses i omvärlden, inte minst i euroområdet, är också en viktig faktor i sammanhanget.

Samtidigt har inflationsutvecklingen tidigare vid upprepade tillfällen utgjort en besvikelse. Det har förstås satt sina spår och gör att man inte kan slå sig till ro innan det är "mission accomplished", sade han. Mot den här bakgrunden måste det alltså finnas en hög beredskap att göra mer om behovet finns. Och det måste också fortsatt gälla mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Åtgärderna omfattar att intervensera på valutamarknaden om inflationsuppgången hotas till följd av exempelvis en mycket besvärlig marknadsutveckling; att ytterligare sänka reporäntan och senarelägga framtida höjningar av räntan; att utöka köpen av statsobligationer och göra köp av andra värdepapper; samt att lansera ett program för utlåning till företag via banker.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** delade den bedömning av utvecklingen i utlandet och Sverige som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Hon ställer sig bakom förslaget att utöka köpen av statsobligationer med 40-50 miljarder för att understödja efterfrågan i ekonomin och stödja inflationsuppgången. Hon ställer sig också bakom förslaget att justera ned reporäntebanan.

af Jochnick ville först kommentera den internationella utvecklingen. Hon ser framför sig att konjunkturen i omvärlden långsamt förbättras, ungefär som i februariprognosen. I euroområdet bidrar ECB:s expansiva penningpolitik till att BNP-prognosen är något uppreviderad. I USA fortsätter återhämtningen men BNP-tillväxten är något nedreviderad. I tillväxtländerna noteras en viss dämpning av BNP-tillväxten. Sammantaget är dock BNP-prognosen för Sveriges viktigaste handelspartners oförändrad. En viktig faktor bakom denna återhämtning är att den KIX-viktade styrräntan antas ligga kvar på en nivå nära noll procent fram till andra halvåret 2016 för att därefter stiga upp mot 1 procent i slutet av prognosperioden, konstaterade hon.

af Jochnick noterar att svensk ekonomi utvecklas relativt väl. Svenska hushåll har under lång tid haft en god inkomstutveckling samtidigt som hushållens förmögenheter ökar både vad gäller värdet på såväl finansiella som reala tillgångar. Detta har inneburit optimistiska hushåll och en god konsumtionsutveckling. Samtidigt utvecklas svensk

export allt bättre och investeringarna stiger. Sammantaget innebär det att Sverige har en relativt stark BNP-utveckling både i år och nästa år. Hon påpekade att normalt sett skulle denna utveckling ha följts av högre räntor, men eftersom inflationen är låg så behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv för att säkerställa att inflationen ska nå 2 procent inom en rimlig tidsperiod.

af Jochnicks bedömning är att de åtgärder som vidtagits för att göra penningpolitiken mer expansiv har bidragit till att inflationen nu stiger och att inflationsförväntningarna verkar ha bottnat. Det är dock ännu för tidigt att blåsa faran över och hon stödjer därför förslaget att köpa mer statsobligationer för att ytterligare understödja den utveckling som påbörjats. Eftersom inflationsutfallen vid många tillfällen blivit lägre än Riksbankens prognoser är det viktigt att penningpolitiken är tillräckligt expansiv för att tydligt lyfta inflationen mot målet, menade hon.

Försvagningen av kronan har bidragit till att inflationen börjat stiga, framhöll af Jochnick. Kronan väntas nu förbli på nuvarande nivå en längre tid. Tjänstepriserna ökar snabbare än under förra året, men låga energipriser väntas dämpa KPIF ännu en tid. En mer expansiv penningpolitik krävs för att säkerställa att inflationen stiger tillräckligt snabbt. Den bidrar till att resursutnyttjandet i ekonomin successivt ökar och underlättar för företagen att höja sina priser. Det är positivt att såväl inflation som inflationsförväntningar nu verkar peka uppåt men samtidigt är det viktigt att understyrka att det fortsatt finns en stor osäkerhet i vår omvärld som kan ändra prognoserna, menade hon.

af Jochnick påminde om att i februarirapporten pekade Riksbanken på ett antal områden som skapar osäkerhet om den framtida utvecklingen och hon menar att dessa områden även fortsättningsvis bidrar till att skapa osäkerhet om utvecklingen på såväl finansiella marknader som för den reala ekonomin. Det handlar om osäkerhet vad gäller euroområdet återhämtningsförmåga och hanteringen av den akuta finansieringskrisen i Grekland, det handlar om centralbanker vars penningpolitik går i otakt och ECB:s omfattande tillgångsköpsprogram som bidragit till lägre räntor och svagare euro. Till det kommer geopolitiska risker i Ryssland/Ukraina och i Mellanöstern.

af Jochnick konstaterade att marknader, företag och hushåll ogillar osäkerhet och det leder därför till försiktiga beslut vad gäller investeringar och konsumtion och sannolikt lägre efterfrågan än vad som annars skulle ha utvecklats. Osäkerheten har sannolikt bidragit till att tillväxten i världshandeln efter den globala finanskrisen varit lägre än normalt. Kvardröjande osäkerhet kan också vara ett av skälen till att inflationen under senare år blivit lägre än väntat. Det är därför viktigt att den osäkerhet hon har pekat på klingar av, och att framtidstron stärks.

Det är också viktigt att analysen om de bakomliggande faktorerna till den låga inflationen fortsätter att fördjupas, eftersom det kan finnas flera orsaker till att historiska relationer mellan BNP-tillväxt och inflation tycks ha förändrats, påpekade af Jochnick. En fortsatt

viktig del i denna analys är hur svenska kronan fortsatt kommer att påverkas av de stora värdepappersköp som ECB nu genomför.

af Jochnick är öppen för att diskutera möjligheter att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om det skulle behövas. Det finns fortfarande utrymme att sänka reporäntan ytterligare och att sänka reporäntebanan. Riksbanken kan också genomföra statspappersköp i större volymer och sjösätta ett program för lån till företag om detta antas bidra till en högre efterfrågan och lägre räntenivå. Det är också möjligt att genomföra valutainterventioner om så anses lämpligt.

af Jochnick underströk att inflationsmålet är viktigt som ett ankare för pris- och lönebildningen i Sverige och motiverar den expansiva penningpolitiken. Samtidigt är det viktigt att andra politikområden i rådande läge arbetar för att motverka de obalanser som kan bli en effekt av låga räntor under lång tid. Risken är annars att det uppstår finansiella obalanser som kan bli svåra att hantera.

af Jochnick har tidigare och vill återigen uttrycka oro för vad låga räntor länge kan innebära för den finansiella stabiliteten och för den realekonomiska utvecklingen längre fram. Hon ser med oro på vad som nu sker på bostadsmarknaden. Priset på bostadsrätter i Sverige har ökat med 18,7 procent, i centrala Stockholm med 19,4 procent och i Göteborg med 23,7 procent de senaste 12 månaderna, enligt statistik för april månad från Valuegard. Det finns förstås skäl till att priserna stiger när efterfrågan är större än utbud men det är bekymmersamt att de höga bostadspriserna leder till allt mer skuldsatta hushåll. Det låga ränteläget och signalen om att räntorna kommer att vara låga länge leder sannolikt till att hushållen är alltmer okänsliga för ökande bostadspriser och högre skulder.

Mot bakgrund av att Riksbanken nu gör penningpolitiken än mer expansiv i syfte att nå inflationsmålet på 2 procent så är det också än mer angeläget att ett helhetsperspektiv tas på hushållens skulder och att åtgärder för att begränsa skuldstockens utveckling snarast vidtas, menade af Jochnick. Makrotillsynen spelar i detta läge, med låga räntor under lång tid, särskilt stor betydelse. Jakten på avkastning kan leda till nya beteenden och ett ökat risktagande, inte bara i hushållssektorn. Det är därför viktigt att skyndsamt säkerställa att Finansinspektionen som makrotillsynsmyndighet har legala förutsättningar att kunna vidta lämpliga åtgärder, avslutade hon.

Riksbankschef **Stefan Ingves** började med att säga att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport och han ställer sig bakom förslaget att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 40-50 miljarder kronor, sänka reporänteban samt att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent.

Han ville sedan rekapitulera en del av det som hänt sedan föregående penningpolitiska möte. Redan när ECB annonserade avsikten att inleda omfattande obligationsköp i slutet av januari stod det, enligt hans mening, klart att förhållandena i omvärlden var på väg att ändras och att det kunde påverka den svenska penningpolitiken utöver gängse konjunkturbedömning och schemalagda penningpolitiska möten. Det gäller för övrigt inte bara Sverige utan också flera andra länder som gränsar till euroområdet såsom Danmark, Schweiz och Tjeckien. På det penningpolitiska mötet den 11 februari beslutade Riksbanken att göra penningpolitiken mer expansiv genom att sänka reporäntan till -0,10 procent och justera ned räntebanan något. Riksbanken annonserade också köp av statsobligationer för 10 miljarder kronor.

Den 18 mars fanns tecken på att inflationen hade bottnat och var på väg upp. Men den kronförstärkning som hade ägt rum sedan det penningpolitiska mötet i februari riskerade bryta den trenden. Riksbanken beslutade därför att sänka reporäntan till -0,25 procent och räknade med att den skulle ligga kvar på den nivån till andra halvåret 2016. Vidare beslutade Riksbanken att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 30 miljarder kronor. De besluten syftade till att understödja uppgången i inflationen.

Hur ser då bedömningen ut idag? I omvärlden fortsätter återhämtningen men en viss tillfällig dämpning noteras i USA. Prognosen för BNP-tillväxten i USA är något nedreviderad i år och nästa år. Inflationstrycket i USA kommer i närtid att vara lågt. Hur det påverkar startpunkten för Federal Reserves räntehöjningar återstår att se. I euroområdet förefaller återhämtningen gå något bättre än väntat till följd av ECB:s tillgångsköpsprogram och en svagare växelkurs. BNP-prognosen för euroområdet är något uppreviderad och inflationen väntas stiga till 1,4 procent 2016. Det kommer också att påverka den svenska inflationen i positiv riktning, menade Ingves. I tillväxtländerna har BNP-tillväxten dämpats något i år samtidigt som skillnaden mellan olika länder har ökat. Ingves poängterade också att en starkare dollar normalt brukar leda till en del problem i vissa tillväxtländer beroende på hur den externa balansen och finansieringssituationen ser ut.

Ingves noterade att den KIX-viktade BNP-prognosen för omvärlden där de länder ingår som har störst betydelse för vår handel är i stort sett oförändrad men att sammansättningen skiljer sig något från bedömningen i februari. Inflationen är fortsatt låg i omvärlden, men en svagare euro och en uppgång i priset på oljeterminer bidrar till en liten upprevidering av den KIX-viktade inflationsprognosen de kommande åren.

Ingves såg en fortsatt stor osäkerhet i omvärlden. En osäkerhetsfaktor är Grekland som befinner sig i ett akut krisläge. Men hur det indirekt kan påverka svensk ekonomi är mycket svårt att prognostisera enligt honom. De geopolitiska riskerna i Ryssland/Ukraina kvarstår alltså men även här är det svårt att kvantifiera vilka direkta konsekvenser det får för länderna i närområdet och vilka de indirekta konsekvenserna för svensk ekonomi blir. Oljepriset fortsätter vara en joker som påverkas av både efterfråge- och

utbudsfaktorer globalt, sa Ingves. En förvärrad geopolitisk situation i Mellanöstern kan till exempel bidra till stigande oljepriser, medan ett slutavtal om Irans kärnenergi-program kan bidra till lägre oljepriser.

Ingves gick sedan över till att diskutera konjunkturutvecklingen i Sverige. Här noterade han att de finansiella förhållandena blivit mer expansiva sedan förra penningpolitiska rapporten. Räntorna är lägre till följd av den internationella räntenedgången och Riksbankens mer expansiva penningpolitik. Växelkursen är något svagare och tillgångspriserna fortsätter att stiga.

Tillväxten i BNP var högre än väntat under fjärde kvartalet 2014, vilket bidrar till att prognosen för BNP-tillväxten 2015 revideras upp. Ingves konstaterade att återhämtningen i Sverige hittills har främst gynnats av ökad konsumtion medan svag efterfrågan i omvärlden har hållit tillbaka exporten. I prognosen gynnas BNP-tillväxten av fortsatt god konsumtion till följd av låga realräntor. Samtidigt väntas ökande efterfrågan i omvärlden bidra till att exporten växer snabbare och investeringarna tar fart. Jämfört med prognosen i februari bedöms BNP-tillväxten bli högre 2015-2017.

Som flera ledamöter redan har påpekat har olika mått på underliggande inflation slutat att falla och pekar nu långsamt uppåt, konstaterade Ingves. Utfallen har varit högre än väntat. Förändringstakten för varupriserna ligger nu ungefär på det historiska snittet. Ökningstakten för tjänstepriserna har fortsatt att öka men är fortfarande något lägre än snittet. Livsmedelspriserna har tydligt vänt upp och ökningstakten är nu högre än genomsnittet.

Ett skäl till den senaste tidens uppgång i den underliggande inflationen är den försvagning av kronan som skett sedan våren 2014. Riksbanken räknar nu med att kronan ligger kvar på nuvarande nivå ytterligare en tid innan den långsamt börjar stärkas. En svag krona bidrar till att höja inflationen på kort sikt. Samtidigt menade Ingves att det är rimligt att anta att kronan förstärks när konjunkturen i omvärlden tar fart. Det här är ingen enkel avvägning mellan kort och lång sikt men för egen del tycker han det är angeläget att kronan inte stärks i närtid.

Ingves anser att den mer expansiva penningpolitiken bidrar till att säkerställa att inflationen stiger tillräckligt snabbt. Han framhöll att revideringen av inflationsprognosen är liten trots en mer expansiv penningpolitik och en svagare krona. Men det återspeglar enligt honom att vi är ganska långt ifrån det man kan beteckna som normala tider.

Ingves gick sedan över till att kommentera de olika delarna i förslaget till penningpolitiskt beslut. Förslaget är att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 40-50 miljarder kronor. Köpen av statspapper kommer att genomföras under perioden maj-september och omfattar löptider upp till 25 år. Förslaget på reporäntebana är sänkt påtagligt jämfört med i februari vilket innebär att höjningar av reporäntan inleds i slutet av 2016 och sker i långsammare takt än enligt räntebanan i februari. Förslaget är också att idag behålla

reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Det är en rimlig avvägning givet de andra expansiva åtgärderna, menade Ingves.

Köp av statspapper bidrar till lägre räntor och en svagare krona. Dessutom ökar likviditeten i ekonomin i förhållande till andra tillgångar, vilket gynnar konsumtion och investeringar. Han nämnde också att när de aviserade köpen är genomförda kommer likviditetsöverskottet, det vill säga inlåningen i Riksbanken, att uppgå till cirka 150 miljarder kronor.

Växelkursen är för närvarande en central faktor, enligt Ingves, dels eftersom den är viktig för inflationen, dels eftersom den påverkas av utvecklingen i omvärlden. ECB:s tillgångsköpsprogram bidrar till att få igång tillväxten i euroområdet, vilket är positivt också för svensk ekonomi. Men på kort sikt riskerar kronan att stärkas till följd av ECB:s agerande, vilket skulle hålla tillbaka den inflationsuppgång som Riksbanken eftersträvar. Därför måste Riksbanken på ett eller annat sätt förhålla sig till det som sker inom euroområdet. Ingves underströk att det från Riksbankens sida kräver beredskap för att agera på flera sätt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, ifall utvecklingen ser ut att gå på tvären i förhållande till prognoserna.

Svensk ekonomi har i nuläget en märklig mix av finansiella och reala förhållanden, sade Ingves. Styrräntan är negativ, Riksbanken köper statspapper, BNP-tillväxten är god men inflationen är låg. Det är en kombination av makrodata och åtgärder som ingen kunde föreställa sig för fem-tio år sedan. Inflationen har blivit lägre än vad Riksbanken och andra bedömare räknat med och förväntningar om när inflationen ska börja stiga har skjutits fram flera gånger.

Penningpolitiken är därför exceptionellt expansiv enligt Ingves. Svenska staten får betalt för att låna på löptider upp till drygt fem år. Räntan på svenska 10-åriga statsobligationer är nästan nere på de extremt låga nivåerna i Tyskland och lägre än i den KIX-vägda omvärlden.

Sammantaget anser Ingves att osäkerheten när det gäller prognosen är stor och det finns risker som är svåra att kvantifiera. I euroområdet stiger visserligen resursutnyttjandet i industrin men investeringarna är fortfarande långt under trend. Det har hållit tillbaka svensk export under en längre tid. Nu har bedömningen av tillväxten i euroområdet reviderats upp. Men bakslag kan inte uteslutas, till exempel på grund av kvarstående obalanser i både privat och offentlig sektor. Tillämpningen av stabilitets- och tillväxtpakten har också väckt frågetecken när det gäller hanteringen av kriterierna för alltför stora budgetunderskott respektive statskuld för vissa länder.

Till det kommer att världshandeln i sin helhet fortfarande växer långsammare än normalt. Den föll kraftigt i samband med den globala finanskrisen och återhämtade sig därefter. Men återhämtningen av tillväxttakten i världshandeln har varit ovanligt svag i förhållande till tillväxten i global BNP. Ett skäl till det kan vara kvardröjande ekonomisk-politisk

osäkerhet. I så fall bör det ske en uppgång i handelstillväxten (relativt BNP-tillväxten) i takt med att osäkerheten skingras menar Ingves. En annan potentiell förklaring till världshandelns svaga utveckling är enligt Ingves att det skett en trendmässig försvagning av globaliseringen efter krisen. I så fall finns risken att tillväxten i världshandeln förblir låg under en längre tid.

Penningpolitiken kan dock inte fullt ut kompensera för allt detta, menar Ingves. Men Riksbanken har beredskap att använda alla verktyg för att se till att inflationen stiger tillräckligt snabbt mot målet. Det krävs mycket stor vaksamhet när det gäller nedåtrisker för inflationen, till exempel som en följd av en starkare växelkurs.

Ingves kommenterade sedan Finansinspektionens beslut att tills vidare avvakta med ett amorteringskrav. Frågan om ett amorteringskrav är lika angelägen som tidigare, enligt Ingves. Det är en bland flera åtgärder som bör vidtas för att minska riskerna med hushållens skuldsättning och öka motståndskraften i svensk ekonomi. Men det behöver komma på plats så snart som möjligt. Därför är det viktigt att Finansinspektionens mandat förtydligas och att förutsättningarna för ett amorteringskrav nu utreds snabbt. Riksbanken har därtill vid olika tillfällen poängterat att det finns en lång lista på andra åtgärder som kan vidtas. Reducerade ränteavdrag för bolån bör införas successivt, vilket också påpekats av olika internationella organisationer som OECD och IMF. Att gasa och bromsa samtidigt kan synas motsägelsefullt och här finns inte några enkla val eller lösningar. Penningpolitiken är det politikområde som på kort sikt mest effektivt kan påverka växelkursen och inflationen. Då är det mycket viktigt att man på annat håll sköter bolånemarknaden. Stigande tillgångspriser och negativ realränta är inte riskfritt, underströk Ingves. Utan ytterligare åtgärder hotas den svenska samhällsekonomin lägre fram. Det försvårar då också penningpolitiken och den allmänna ekonomiska utvecklingen.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslagen att justera ned räntebanan och att köpa mer statsobligationer till ett värde av 40-50 miljarder kronor.

Ohlsson konstaterade att det har gått elva veckor sedan det förra penningpolitiska mötet i februari. Sedan dess har direktionen beslutat om ytterligare penningpolitiska åtgärder vid möte 18 mars. Då sänktes reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,25 procent och köpen av statsobligationer utökades med 30 miljarder kronor. Vidare sade då direktionen att reporäntan förväntades ligga kvar på -0,25 procent åtminstone till andra halvåret 2016. Ohlsson stödde samtliga dessa förslag. Bakgrunden till hans ställningstagande vid det tillfället var att rörelserna på valutamarknaden hotade inflationsuppgången.

Ohlsson anser att ytterligare penningpolitiska åtgärder behövs även nu. Vid bedömningen om att penningpolitiken bör bli mer expansiv har han särskilt fäst sig vid tre faktorer:

Visserligen inkommer allt fler tecken på att inflationstakten har bottnat. Men samtidigt finns det, för det första, flera hot mot inflationens uppgång mot inflationsmålet, menade Ohlsson. ECB har inlett en mer expansiv penningpolitik för euroområdet. Detta riskerar att medföra att den svenska kronan apprecieras. För honom står det inte helt klart att Riksbankens inflationsmål kan nås inom avsedd tid om inte penningpolitiken görs mer expansiv.

För det andra ligger inflationsförväntningarna under inflationsmålet på alla tre tidshorisonter som undersökts, påpekade Ohlsson. Under 2014 tenderade inflationsförväntningarna att falla på alla tidshorisonter. I de senaste mätningarna verkar dessa fall ha stannat upp. På fem år sikt ligger nu den förväntade årliga inflationstakten bland aktörer på penningmarknaden på knappt 1,9 procent. Detta är visserligen en uppgång men förväntningarna ligger fortfarande under inflationsmålet på 2 procent. Detta kan tolkas som att inflationsmålet inte uppfattas som trovärdigt. Behovet av att göra inflationsmålet mer trovärdigt talar också för en mer expansiv penningpolitik, menade han.

Ohlsson konstaterade att för det tredje är arbetslösheten kvar på en hög nivå och har bara minskat svagt under det senaste året. Arbetskraftsundersökningarna redovisar en (ej säsongrensad) arbetslöshet på 8,0 procent i mars 2015 att jämföra med 8,6 procent i mars 2014. Ett annat mått är att enbart se till dem som kan ta del av arbetslöshetsförsäkringen. Dessa har en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. Andelen öppet arbetslösa A-kassemedlemmar var 2,7 procent i mars 2015, enligt Arbetsförmedlingens statistik. Detta var en minskning med 0,4 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare. Han ansåg att den fortfarande höga arbetslösheten är ytterligare ett skäl till att göra penningpolitiken mer expansiv.

Ohlsson underströk att penningpolitikens möjligheter att påverka arbetslösheten är begränsade. Den svenska arbetsmarknaden uppvisar idag betydande matchningsproblem. Antalet vakanser som andel av arbetskraften är idag, enligt SCB:s konjunkturstatistik över vakanser, på ungefär samma nivå som strax före finanskrisen 2008. Arbetslösheten däremot är idag nära 2 procentenheter högre än under första delen av 2008. 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, menade han.

Vilka penningpolitiska medel är då de lämpligaste i den nuvarande situationen? Ohlsson tyckte att det var naturligt att justera ned räntebanan jämfört med den räntebana som beslutades i februari. Men han anser att det krävs fler åtgärder utöver detta, och menade att det här finns fyra huvudalternativ: att sänka reporäntan ytterligare, att köpa mer statsobligationer, att börja låna ut till företag via bankerna eller att intervensera på valutamarknaden.

När Ohlsson väger de olika åtgärdernas fördelar och nackdelar mot varandra blir hans slutsats att det bästa alternativet i nuläget är att köpa mer statsobligationer. Han tycker att resultaten av de köp som hittills har gjorts är goda. Ett annat skäl är att det är just denna form av expansiv penningpolitik som ECB nu bedriver.

Sammanfattningsvis anser Ohlsson att förslagen om att justera ned räntebanan och att köpa mer statsobligationer är en mycket välavvägd expansiv penningpolitik i den situation som den svenska ekonomin nu befinner sig i. Han avslutade med att säga att han också ställer sig bakom utkastet till den penningpolitiska rapporten.

§3. Diskussion

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** ville med anledning av att flera ledamöter i dag tagit upp frågan om att låga räntor länge kan innebära att obalanser byggs upp i det finansiella systemet understryka vikten av att Riksbanken fortsätter utveckla den finansiella stabilitetsanalysen. Det låga ränteläget och jakten på avkastning kan leda till beteenden som medför ett ökat risktagande. Hon tänker då inte bara på hushållens bolån, utan det finns också andra marknader som behöver få större fokus. I avvaktan på att Finansinspektionens mandat och verktyg tydliggörs är det viktigt att Riksbanken vässar stabilitetsanalysen, samtidigt som det bör övervägas om möjligheterna att utfärda rekommendationer i den finansiella stabilitetsrapporten kan användas i ökad utsträckning i syfte att stärka den finansiella stabiliteten och minska sårbarheten för svensk ekonomi.

Vice riksbankschef **Per Jansson** instämde helt och hållet i det som af Jochnick just sagt. Även om Riksbanken inte förfogar över några makrotillsynsverktyg och har tydliggjort att penningpolitiken nu inte har utrymme att göra annat än att verka för en stigande inflation, bör den aktivt delta i dessa diskussioner och lyfta frågorna så ofta som möjligt. Det kanske viktigaste bidraget är att göra en bra analys som åskådliggör vilka obalanser som håller på att byggas upp och vad konsekvenserna kan bli om de inte hanteras. I sammanhanget bör Riksbanken också ge sin syn på åtgärder som kan sättas in för att motverka obalanserna. Jansson betonade att Riksbanken har väldigt goda förutsättningar för att bidra konstruktivt på det här området, och att han fullt ut delar af Jochnicks uppfattning att det bör övervägas att i högre grad utfärda rekommendationer i den finansiella stabilitetsrapporten på detta område.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** höll med om det af Jochnick och andra har sagt angående behovet av att snabbt få en fungerande makrotillsyn på plats, och att det är särskilt angeläget i den här lågräntemiljön. Som Ingves nämnde i sitt inlägg kan det synas motsägelsefullt att efterlysa striktare regleringar samtidigt som Riksbanken försöker stimulera ekonomin med penningpolitiken, men Flodén tycker inte att det är särskilt problematisk. Ibland framställs det i den allmänna debatten som att syftet med den expansiva penningpolitiken är att driva upp tillgångspriser och att generera ett högre finansiellt risktagande. Han ser det inte riktigt så. För honom är syftet främst att ge fortsatt stöd till hushållens konsumtionsefterfrågan och att ge goda förutsättningar för företagen att öka investeringarna, vilket i slutändan leder till högre inflation. Investeringarna bör öka när ränteläget är lågt eftersom projekt med lägre förväntad avkastning då blir lönsamma. Stigande tillgångspriser och ett ökat finansiellt risktagande kan däremot bli en sidoeffekt av penningpolitiken, menade Flodén.

Direktionen påpekar ofta att ansvaret för att förhindra en ohållbar utveckling på finansmarknaderna faller på regeringen och andra myndigheter, sade Flodén. Men självklart faller även ett ansvar på marknadsaktörer, såväl hushåll som institutioner, som eventuellt jagar en normal nominell avkastning på sina placeringar. Förväntningar och krav på avkastning liksom belöningssystem kopplade till avkastningen måste naturligtvis anpassas till den verklighet vi lever i. Därför tycker han att det är viktigt att påminna marknadsaktörer om att såväl nominella som reala räntor är låga i dagens globala miljö och kan förväntas förbli så en tid framöver. I den här miljön kan man knappast räkna med att det endast är avkastningen på relativt säkra placeringar, t ex sparkonton och statsobligationer, som är låg avslutade Flodén.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ville komplettera det han sade i sitt tidigare inlägg. I den bästa av världar ökar både konsumtion och investeringar då penningpolitiken blir mer expansiv. Frågan är hur få till stånd en lagom fördelning av efterfrågeökningarna? Att endast tillgångspriser stiger är ingen önskvärd effekt av den expansiva penningpolitiken. Men penningpolitiken, konstaterade han, är generell och det är svårt att styra över den fördelningen. Han menade att om detta lär det föras en diskussion i många år framöver.

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

Den globala konjunkturen fortsätter att långsamt förbättras. Även om osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden är fortsatt stor ser återhämtningen i euroområdet ut att stå på en fastare grund.

Den expansiva penningpolitiken bedöms ha en positiv effekt på svensk ekonomi. KPIF-inflationen har börjat stiga och har de senaste månaderna blivit något högre än i

Riksbankens prognoser. Även BNP-tillväxten under det fjärde kvartalet 2014 blev högre än förväntat.

I en miljö där penningpolitiken i vår omvärld går i otakt är växelkursens utveckling svårbedömd. Kronan har försvagats en hel del vilket ger stöd åt inflationen. Om kronan skulle förstärkas snabbt eller omvärlden utvecklas sämre än väntat riskerar det att bryta inflationsuppgången.

Direktionen var enig om att det krävs en mer expansiv penningpolitik för att säkerställa att inflationen stiger mot målet tillräckligt snabbt.

Samtliga i direktionen förespråkade att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 40-50 miljarder kronor, att reporäntan ska ligga kvar på -0,25 procent och att revidera ned räntebanan påtagligt jämfört med beslutet i februari.

Inflationen har varit låg länge och Riksbankens penningpolitik speglar att toleransen för låg inflation är mycket begränsad. Det finns därför en fortsatt hög beredskap att vid behov göra penningpolitiken ännu mer expansiv även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, såsom att sänka reporäntan ytterligare, att köpa mer statsobligationer, att börja låna ut till företag via bankerna eller att intervensera på valutamarknaden.

Flera direktionsledamöter uttryckte en oro för de risker som finns förknippade med en mycket expansiv penningpolitik. Dessa är bland annat kopplade till hushållens skuldsättning och snabbt stigande bostadspriser. Ledamöterna poängterade att det nu är angeläget att regeringen och andra myndigheter genomför åtgärder som minskar dessa risker. I sammanhanget underströks vikten av att Finansinspektionens mandat och verktyg förtydligas och att förutsättningarna för ett amorteringskrav utreds snarast. Ledamöterna lyfte även att snabba prisuppgångar på riskfyllda finansiella tillgångar är något som kräver ökad vaksamhet framöver.

§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A samt
- att behålla reporäntan på -0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen 6 maj 2015.

§5. Beslut om köp av statsobligationer

Heidi Elmér föredrog ärendet.

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

§6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att onsdagen den 29 april 2015 kl. 9.30 offentliggöra besluten under §§ 4 och 5 med motivering i ett pressmeddelande samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen 12 maj 2015 kl. 9.30.

§§ 4 - 6 förklarades omedelbart justerade.

Vid protokollet

Lena Eriksson

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

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