



# Penningpolitiskt protokoll

Juli 2015



# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 1 juli beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan med 0,10 procentenheter till -0,35 procent och att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 45 miljarder kronor från september fram till årets slut. Reporäntan väntas vara ungefär -0,35 procent under drygt ett år. Räntebanan avspeglar att det är möjligt att reporäntan sänks ytterligare. Den expansiva penningpolitiken 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.

Inflationen i Sverige stiger sedan en tid tillbaka, delvis till följd av att kronan försvagats det senaste året. I takt med att konjunkturen stärks ökar också det inhemska kostnadstrycket och det blir samtidigt lättare för företagen att höja priserna. KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent från slutet av 2015. BNP bedöms växa snabbare än normalt de kommande åren och förbättringen på arbetsmarknaden fortsätter.

Tillväxten stiger även i omvärlden men osäkerheten har ökat i och med de allra senaste dagarnas händelseutveckling i Grekland. Prognoserna bygger på att händelseutvecklingen i Grekland inte förhindrar euroområdet återhämtning.

Jämfört med Riksbankens prognos i april har kronan blivit starkare, och kronans växelkurs utgör därmed en risk för inflationsuppgången.

Direktionen var enig om att i denna osäkra miljö behöver penningpolitiken vara ännu mer expansiv för att säkerställa att inflationen fortsätter att stiga mot målet på 2 procent.

Samtliga ledamöter ansåg att det var lämpligt att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 45 miljarder kronor. Fem ledamöter förespråkade också att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,35 procent, medan en ledamot ville lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent.

Ledamöterna konstaterade också att Riksbanken har en fortsatt hög beredskap att vid behov göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena.

Direktionen underströk att den penningpolitiska rapporten på grund av rådande osäkerhet kring händelseutvecklingen i Grekland hade varit ett levande dokument fram till dagen före det penningpolitiska mötet.

Vid mötet diskuterades även utvecklingen i resten av omvärlden, behovet av att skyndsamt hantera mandat och verktyg inom makrotillsynsområdet och vikten av åtgärder inom detta område.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 3

DATUM: 2015-07-01

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

Michael Lundholm, fullmäktiges vice  
ordförande

Meredith Beechey Österholm  
Charlotta Edler  
Lena Eriksson  
Mattias Erlandsson  
Eric Frieberg  
Tobias Helmersson (§ 1)  
Mia Holmfeldt  
Jens Iversen  
Anna Lidberg  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Cecilia Roos Isaksson  
Maria Sjödin  
Lena Strömberg (§1)  
Ulf Söderström  
Sara Tägtström  
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 den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Marknadsfokus har legat på händelseutvecklingen i Grekland. Före det penningpolitiska mötet ställde Grekland in en betalning till IMF och utlyste en folkomröstning om de internationella långivarnas förslag till reformprogram. Marknadsreaktionerna på turbulensen kring Grekland har hittills varit påtagliga, men kontrollerade. Ränteskillnaderna mellan statsobligationsräntor i perifera länder och i Tyskland har ökat något. I Sverige uppges de finansiella marknaderna fungera väl, men repomarknaden är något ansträngd.

Kronan har den senaste veckan stärkts marginellt. Sedan den penningpolitiska rapporten i april uppgår kronförstärkningen i KIX-termer till 2,5 procent. De penningpolitiska förväntningarna enligt enkäter och marknadens prissättning visar en samstämmig förväntansbild om en oförändrad reporänta i juli. Framöver är bilden emellertid delad bland bedömare, och vissa aktörer förväntar sig en sänkt reporänta vid något av de penningpolitiska mötena i höst.

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 16 och 17 juni samt den 22 juni. På ett möte med direktionen den 26 juni bordlades utkastet till penningpolitisk rapport. Den 30 juni hade direktionen ett extrainsatt möte där den penningpolitiska rapporten diskuterades mot bakgrund av den allra senaste händelseutvecklingen i Grekland.

Konjunkturen har fortsatt att förbättras gradvis i omvärlden i linje med de prognoser som Riksbanken gjorde i april. Hur händelseutvecklingen i Grekland ska hanteras i den penningpolitiska rapporten och i prognoserna har varit en viktig fråga in i det sista. Prognoserna bygger på antagandet att händelseutvecklingen i Grekland inte förhindrar euroområdet återhämtning, men att de senaste dagarnas utveckling har ökat osäkerheten i prognoserna.

Endast små revideringar har gjorts av prognoserna för den svenska ekonomiska utvecklingen. BNP-tillväxten dämpades som väntat det första kvartalet. Understödd av den expansiva penningpolitiken väntas BNP växa i snabbare takt än det historiska genomsnittet de kommande åren. Arbetslösheten sjunker gradvis från nuvarande nivå på 7,8 procent till strax under 7 procent i slutet av prognosperioden. Hushållens skuldkvot (skulder som andel av disponibel inkomst) bedöms öka något snabbare på kort sikt då skulderna väntas stiga snabbare och disponibelinkomsterna utvecklas svagare.

Inflationen stiger sedan en tid tillbaka. I maj uppgick KPIF-inflationen till 1 procent och inflationen mätt med KPIF exklusive energi till 1,5 procent. En förklaring till den stigande

inflationen är att kronan har försvagats det senaste året. Den tidigare kronförsvagningen kommer fortsätta bidra till stigande inflation ännu en tid. Expansiv penningpolitik, stigande resursutnyttjande, högre löner och en högre efterfrågan som underlättar för företagen att höja priserna gör att KPIF-inflationen stiger och är nära 2 procent från slutet av 2015.

Den senaste tiden har kronan stärkts gentemot flera valutor och den konkurrensvägda växelkursen, KIX, är därför starkare än i prognosen från april. En försvagning väntas i samband med att det penningpolitiska beslutet tillkännages. Osäkerheten och de förhållandevis stora rörelserna på valutamarknaden gör det dock svårt att bedöma växelkursens fortsatta utveckling. En alltför stark växelkurs i förhållande till Riksbankens prognos riskerar att bryta den inflationsuppgång som har påbörjats. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är betingade på att reporäntan sänks med 0,1 procentenheter till -0,35 procent. Reporäntebanan avspeglar att det är möjligt att reporäntan sänks ytterligare. Först mot slutet av 2016 bedöms det vara lämpligt att långsamt börja höja räntan. Prognoserna är också betingade på att Riksbanken utökar köpen av statsobligationer med ytterligare 45 miljarder kronor fram till årets slut. Dessa köp inleds i september när det nuvarande programmet är avslutat.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att dagens penningpolitiska beslut fattas i en svårbedömd internationell miljö för de finansiella marknaderna och för den makroekonomiska utvecklingen. Greklands akuta betalningsproblem och oklara ekonomiska framtid har förutsättningar att bli ett hot mot den gradvisa konjunkturåterhämtning som skett under våren i euroområdet.

Den här utvecklingen påminner om två viktiga regler som gäller för alla länder som vill vara en del av den globala ekonomin, sade Skingsley. Nämligen att ha tydliga ramverk för ekonomiskt-politiskt beslutsfattande och att försöka hålla den ekonomiska utvecklingen på en kurs som är både långsiktigt hållbar och motståndskraftig mot chocker av olika slag.

Hon vill i det sammanhanget fästa uppmärksamheten på en betydande svaghet för Sverige, nämligen att det fortfarande saknas ett fungerande ramverk för att kunna fatta beslut inom makrotillsyn, som är det politikområde som har till syfte att undvika nya kriser drivna av finansiella obalanser.

Skingsley påminde om att ända sedan 2011 har IMF vid upprepade tillfällen gett Sverige tydliga rekommendationer om makrotillsynen. Rekommendationerna har bland annat varit att ett organ ska vara ansvarig. Det makrotillsynsorganet ska ha ett tydligt mandat och bör ha en oberoende ställning. Att Finansinspektionens mandat att sköta makrotillsynen saknar lagstöd trots att det nu har gått fyra år sedan IMF gjorde sin första

rekommendation på detta område anser hon rimmar dåligt med Sveriges normala ambitioner och förmåga att implementera viktiga reformer.

Utan några nämnda tidsbegränsningar bereder regeringen frågan om Finansinspektionens legala mandat för makrotillsynen. Skingsley ville därför framhålla att det när som helst finns möjlighet för riksdag och regering att använda lagstiftning och finanspolitiska verktyg för att minska riskerna för en skulddriven dålig ekonomisk utveckling.

Skingsley ställer sig bakom de prognoser och förslag till beslut som finns i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Dessa prognoser visar att konjunkturåterhämtningen i Sverige fortsätter i linje med tidigare bedömning. Utfallen i olika mått visar en fortsatt stigande inflation. Rensat för energipriser och räntor nådde inflationen i maj månad den högsta nivån på fem år.

Riksbankens företagsundersökning visar att konsumentnära företag skruvar upp nivån i sina kvantifierade prisplaner för första gången sedan 2013. Förutsättningarna för att inflationsprognosen ska slå igenom bedömer Skingsley vara goda. Men hon underströk att det alltså krävs en vaksamhet. Dels kan omvärldsrisker kullkasta företagets vilja att höja priser, dels föreligger utbudsökningar av olika slag som håller tillbaka pristrycket. Hon tänker då till exempel på en ny befolkningsprognos från SCB i maj som återigen visar en utveckling med ännu starkare tillväxt i den arbetsföra befolkningen. Befolkningstillväxten i Sverige är på väg att bli den högsta sedan 1860.

Pristrycket hålls vidare tillbaka av att många företag upplever en hårdnande konkurrens från omvärlden, att investeringar mestadels uppges ske för att öka produktiviteten och den tekniska omvandlingen är mycket snabb i många sektorer.

En av flera viktiga faktorer för inflationsuppgången är växelkursens utveckling. Vid det penningpolitiska mötet i april uttryckte Skingsley preferensen att om den prognostiserade kronförstärkningen i KIX-termer kommer snabbare eller kraftigare än prognosen som då förelåg, var hon beredd att stödja ytterligare penningpolitisk expansion. I utkastet till penningpolitisk rapport ligger en starkare kronkurs i närtid och det bidrar till att hon ställer sig bakom dagens penningpolitiska beslut. Behovet av ytterligare stimulans ser hon vidare som oberoende av de senaste dagarnas händelseutveckling i omvärlden.

Räntesänkning, lägre räntebana och ytterligare obligationsköp under perioden september till december bör ses som en helhet, menade Skingsley. Hon tror i och för sig inte att 0,1 procentenheters sänkning av reporäntan har en avgörande betydelse för träffsäkerheten i inflationsmålsuppfyllelsen. Men i och med att Riksbanken gradvis prövar frågan om reporäntans lägre gräns för när stimulanseffekten börjar avta, är det rimligt att arbeta i mindre steg med reporäntans faktiska nivå.

Hon konstaterade att i någon mån kommer dagens beslut att överraska finansmarknaderna, som enligt olika enkäter och prissättning förväntar sig små eller inga penningpolitiska lättnader denna gång. Omvärldsrisker och ECB:s tillgångsköpsprogram sedan årets början kräver emellertid ett mer flexibelt förhållningssätt från direktionens sida, och då uppstår ibland överraskningar. Hon vill också framhålla att en rad marknadsaktörer förväntar sig ytterligare penningpolitiska lättnader, fast senare under året.

Skingsley hoppas slutligen att dagens beslut uppfattas som att direktionen alltså har en stark ambition att återföra inflationen till en nivå vid målet enligt den prognos som finns i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon i stora drag delar bedömningen av utvecklingen i omvärlden och i Sverige som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Hon ställer sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,35 procent och att justera reporäntebanan. Hon ställer sig också bakom förslaget att utöka statspappersköpen med 45 miljarder kronor från september och till slutet av året.

af Jochnick konstaterade att de bedömningar som görs av den ekonomiska utvecklingen i såväl omvärlden som i Sverige relativt väl följer de prognoser som fanns i den penningpolitiska rapporten i april. Tillväxten är något nedreviderad i USA men den amerikanska ekonomin utvecklas allt starkare, vilket är positivt för världsekonomin. I de stora tillväxtländerna är bilden splittrad, med en svagare utveckling i Ryssland och Brasilien, en viss dämpning av tillväxten i Kina och ljusare konjunkturutsikter i Indien. Riksbanken har i tidigare rapporter pekat på att en rad osäkerheter i omvärlden påverkar företags och hushålls beslut om konsumtion och investeringar. I Riksbankens senaste företagsenkät bekräftas också att osäkerhet om omvärldsutvecklingen fortsatt präglar inte minst exportföretagens investeringsbeslut.

Den senaste veckans utveckling i Grekland innebär dessutom att osäkerheten har ökat, menade af Jochnick. Det är i dagsläget svårt att bedöma konsekvenserna för euroområdet och i förlängningen hur den svenska ekonomin kommer att påverkas. Bedömningen beror både på eventuella effekter på tillväxten i euroområdet och på hur kronan kan komma att utvecklas.

Sedan det penningpolitiska mötet i april har det varit fortsatt hög volatilitet på ränte- och valutamarknaderna, noterade af Jochnick. Det finns flera faktorer som påverkat denna utveckling. Det har handlat både om effekterna av ECBs omfattande köp av värdepapper och att det kommit tydligare tecken på återhämtning i euroområdet. En annan faktor är osäkerheten i marknaden när det gäller tidpunkten för när Federal Reserve börjar höja sin styrränta.



Samtidigt har det varit en global uppgång i långa obligationsräntor. Det är dock inte säkert att den tagit ut effekterna av centralbankernas åtgärder, som vissa hävdade, påpekade af Jochnick. Det kan istället vara så att dessa åtgärder och starkare makrosiffror i euroområdet innebär att marknaden bedömer att risken för alltför låg inflation – eller rent av deflation – har minskat. Som en följd av uppgången i globala statsobligationsräntor har även räntan på svenska långa statsobligationer gått upp. Det är för tidigt att göra en fullständig utvärdering av Riksbankens obligationsköp. Hon delar dock den bedömning som redovisas i den penningpolitiska rapporten att de längre statspappersräntorna sannolikt varit ännu högre om inte statsobligationsköpen genomförts. Riksbankens statsobligationsköp har också bidragit till att räntedifferensen till exempelvis Tyskland varit ganska stabil. Med dessa erfarenheter var det af Jochnicks bedömning att köpen av statsobligationer borde förlängas till årets slut och att tolerans för att kronan stärks alltför snabbt i närtid bör vara låg. En snabb kronförstärkning skulle vara ovälkommen eftersom det skulle riskera den uppgång som nu ses i den underliggande inflationen.

Inflationen i Sverige har utvecklats i linje med Riksbankens prognoser och förutsatt att inget oväntat inträffar kommer målet på 2 procent att nås i slutet av 2015, bedömde af Jochnick. Hon var dock medveten om att Riksbankens inflationsprognos är mer optimistisk än några andra prognosmakares bedömningar. Hon kunde dock konstatera att de mått Riksbanken använder för underliggande inflation stiger, exempelvis KPIF rensat för energipriser. Det verkar också som om inflationen i omvärlden har bottnat och börjat stiga igen. Till följd av kronans utveckling det senaste året och höjda importpriser finns nu förutsättningar för att inflationen ska öka. Det har länge varit svårt för företagen att höja sina priser, men som en följd av den ökade efterfrågan i Sverige inom bland annat bygg-, handels-, och tjänstesektorn har resursutnyttjandet ökat. Det bör så småningom leda till högre priser, menade hon. Detta synsätt stöds också av företagens prisplaner i bland annat Konjunkturinstitutets barometer och i Riksbankens egen företagsundersökning.

Sammantaget var af Jochnicks bild att den globala konjunkturen, framförallt USA, fortsätter att återhämta sig. Tillväxten i euroområdet förbättras samtidigt som det råder stor osäkerhet kring utvecklingen i Grekland och vilka följd effekter den kan få på övriga delar av Europa. De finansiella marknaderna präglas av flera olika skäl av stor volatilitet. I en sådan miljö är det Riksbankens uppgift att så långt det är möjligt värna om en stabil utveckling för svensk ekonomi. Osäkerheten och de ganska stora rörelserna på valutamarknaden gör att växelkursprognosen är svår. Men en snabb och kraftfull kronförstärkning skulle innebära att efterfrågan dämpas och att priserna på importerade varor ökar långsammare. Det skulle riskera att bryta den inflationsuppgång som börjat. I denna osäkra miljö tyckte hon att det är motiverat att utöver statspappersköpen också sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,35 procent för att stödja

inflationssuppgången, och säkerställa att inflationen får fäste och når 2 procent i slutet av 2015.

af Jochnick ville också betona att hon stödjer bedömningen att Riksbanken ska ha fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om direktionen bedömer att det behövs.

af Jochnick ville slutligen, precis som Skingsley tidigare, understryka vikten av att regeringen skyndsamt ser till att Sverige får ett ramverk och tydligt mandat till Finansinspektionen vad gäller makrotillsynen. Det har nu gått sju år efter den globala finanskrisens utbrott. En av lärdomarna efter krisen, i flera internationella utredningar, var att en fungerande makrotillsyn är viktig för att tidigt identifiera sårbarheter i en ekonomi och tidigt vidta åtgärder. Makrotillsynen kan och bör fylla en viktig roll, särskilt i samspel med finans- och penningpolitik. Det finns en stor samstämmighet om vilka sårbarheter som byggts upp för svensk ekonomi men det finns nu en så kallad "inaction bias", som innebär att ingen myndighet kunnat införa adekvata åtgärder, påpekade hon. Men den höga skuldsättningen behöver åtgärdas nu. Annars finns risken att en framtida konjunkturedgång blir djupare än normalt, till följd av en självförstärkande nedgångsspiral med fallande huspriser, snabbt ökande hushållssparande och minskad konsumtion.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** ställde sig bakom förslaget att utöka köpen av statsobligationer med 45 miljarder kronor. Däremot stödde han inte förslaget att sänka reporäntan med 0,10 procentenheter till -0,35 procent och att sänka reporäntebanan. Han ansåg att reporäntan bör hållas oförändrad på -0,25 procent och att reporäntebanan också bör hållas oförändrad.

Vi har fått allt fler tecken på att inflationstakten har bottnat och börjat stiga, sade Ohlsson. Men det finns flera hot mot uppgången mot inflationsmålet. Oron förknippad med den grekiska skuldkrisen är ett sådant hot. Detta riskerar att medföra att den svenska kronan apprecieras. Samtidigt kan den expansiva penningpolitiken som den europeiska centralbanken bedriver också vara ett hot. För Ohlsson stod det ännu inte helt klart att inflationsmålet nås inom avsedd tid vid oförändrat penningpolitik.

Inflationsförväntningarna ligger under inflationsmålet på alla tre tidshorisonter som undersöks. Dessa förväntningar tenderade att falla på alla tidshorisonter under 2014. De senaste mätningarna kan tolkas som att inflationsförväntningarna har börjat stiga. På fem års sikt ligger den förväntade årliga inflationstakten bland aktörer på penningmarknaden nu på drygt 1,8 procent. Förväntningarna ligger alltså fortfarande under inflationsmålet på 2 procent. Detta talar också för en mer expansiv penningpolitik. Det är viktigt att inflationsmålet uppfattas som trovärdigt, underströk Ohlsson.

Arbetslösheten har minskat något under året men ligger kvar på en hög nivå. I maj 2015 var arbetslösheten 8,0 procent (icke säsongrensad) enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU). Det är samma nivå som samma månad ett år tidigare. Men bilden av läget på arbetsmarknaden är splittrad, skillnaderna ökar mellan de som står starka och de som inte gör det.

Ett alternativ till AKU-arbetslösheten är att se till de personer som kan ta del av arbetslöshetsförsäkringen. Dessa har en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. Andelen öppet arbetslösa kassamedlemmar var 2,4 procent i maj 2015 enligt Arbetsförmedlingens statistik. Detta är en minskning med 0,3 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare. Med andra ord är den samlade arbetslösheten relativt konstant medan den minskar för de som har en stark ställning.

Ohlsson ansåg att den fortsatt höga arbetslösheten är ytterligare ett skäl till att göra penningpolitiken mer expansiv. Samtidigt ska sägas att penningpolitikens möjligheter att påverka arbetslösheten är begränsade. Det finns betydande matchningsproblem på den svenska arbetsmarknaden. SCB:s konjunkturstatistik över vakanser visar att antalet vakanser som andel av arbetskraften idag är på samma nivå som före finanskrisen. Däremot är dagens arbetslöshet nära 2 procentenheter högre. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar också på de problem med matchningen som finns idag bland annat genom en ökande brist på arbetskraft. Dessa matchningsproblem har dock andra politikområden än penningpolitiken större möjligheter att påverka.

Vilka penningpolitiska medel är då de lämpligaste i den nuvarande situationen? Här finns det enligt Ohlsson fyra huvudalternativ: att sänka reporäntan ytterligare, att köpa mer statsobligationer, att börja låna ut direkt till företag via bankerna eller att intervensera på valutamarknaden. När han vägde de olika åtgärdernas fördelar och nackdelar mot varandra blev hans slutsats att det bästa alternativet är att utöka och förlänga köpen av statsobligationer. Resultaten av de köp som hittills har gjorts var enligt hans mening goda.

Däremot ansåg Ohlsson att reporäntan bör hållas kvar på den nuvarande nivån på -0,25 procent. Vilka är då skälen till varför han inte vill sänka? Vid direktionens sammanträde i februari diskuterade han tre olika typer av problem som skulle kunna uppstå med negativa räntor. För det första var han bekymrad över att lagar, förordningar, avtalsvillkor etcetera inte skulle vara utformade för en verklighet med negativa räntor. Efter en del inledande problem blev hans slutsats att detta troligen inte är problem på lite längre sikt.

För det andra var han oroad över att efterfrågan på kontanter skulle öka och därmed minska penningpolitikens effekter. Detta har visat sig inte vara något problem vid den

nuvarande nivån på reporäntan. Men ju lägre reporäntan sätts, desto större blir risken att efterfrågan på kontanter gradvis börjar öka.

För det tredje stod det inte klart för honom att de ekonomiska aktörerna skulle agera på samma sätt i en minusvärld som i en plusvärld. Här menade han att det finns risker att aktörer som har kommit att möta sjunkande minusräntor i sin jakt på avkastning ökar riskerna i sina portföljer mer än vad de skulle ha gjort om det hade varit plusräntor som sjönk. Samtidigt har inte hushållens inlåningsräntor följt andra räntor till minusvärlden. Detta innebär att penningpolitiken inte har kommit att verka via hushållens inlåning.

Ohlssons slutsats blev att reporäntan nu bör hållas oförändrad. Samtidigt ville han säga att han förstår det sätt på vilket hans kollegor i direktionen resonerar även om han inte till riktigt alla delar gör samma slutliga sammanvägning.

Sammanfattningsvis ansåg Ohlsson att utökade och förlängda köp av statsobligationer är en väl avvägd expansiv penningpolitik i den situation som den svenska ekonomin nu befinner sig i.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom den ekonomiska prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport och förslagen att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter och att förlänga programmet för obligationsköp till årets slut. Varken beslutet att sänka räntan eller att förlänga obligationsköpen har varit självklart för honom. Det har funnits skäl att överväga flera olika alternativ och strategier för penningpolitiken i rådande läge.

Den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet i april har å ena sidan bjudit på en del stora överraskningar men å andra sidan, åtminstone sammantaget, varit ungefär i linje med den prognos som då presenterades.

Internationellt har förstås utvecklingen i Grekland dominerat, konstaterade Flodén. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport har inte fullt ut kunnat ta hänsyn till de allra senaste dagarna och timmarnas utspel och utvecklingar. Hans bedömning just nu är att prognosen håller trots att det nu inte finns en lösning på Greklands akuta finansieringsproblem. Det kan förstås ge upphov till stora och omedelbara ekonomiska och politiska problem i Grekland, men det är inte alls självklart hur den ekonomiska aktiviteten i övriga euroområdet och Sverige påverkas. Att problemen i Grekland har eskalerat bidrar till en större osäkerhet, men betyder alltså inte för honom att Riksbanken nu har anledning att revidera huvudscenariot i prognosen för den svenska ekonomin.

Flodén fortsatte med att påpeka att den andra större internationella händelsen sedan penningpolitiska mötet i april är att räntor med långa löptider har stigit. Det är en utveckling som kan tolkas på lite olika sätt. Den mest välvilliga tolkningen är att förväntningarna på framtida inflations- och tillväxttakter har stigit, menade han. Men det

är en tolkning som knappast håller för en närmare granskning av data. En rimligare tolkning är att räntepremier tidigare var alltför nedpressade och att det nu har skett en viss korrigerande av prissättningen. De kraftiga räntenedgångarna i samband med att ECB började köpa statsobligationer i mars är nu uttraderade med viss marginal. Det är alltså tänkbart att marknaderna tidigare överreagerade på ECB:s tillgångsköp. Den här utvecklingen leder till vissa implikationer för Riksbankens obligationsköp, och Flodén ville strax återkomma till detta.

I Sverige har inflationen, trots stora överraskningar på månadsbasis, sammantaget utvecklats ungefär som i Riksbankens prognos i april. Nu finns tydliga tecken på att det senaste årets penningpolitiska stimulanser har fått avsedda effekter på prisutvecklingen, kanske främst med hjälp av en svagare kronkurs. Inflationstakten rensad för boräntor och energipriser har nu stigit till 1,5 procent, och även andra mått på underliggande inflation visar en uppåtgående trend, sade Flodén.

Men det är fortfarande osäkert hur bestående den här inflationsuppgången kommer att bli. Inflationförväntningarna verkar visserligen ha stabiliserats, men är fortfarande ganska låga, konstaterade Flodén. Och förtroendet för inflationsmålet är skadat efter flera år med alltför låg inflation. Om inflationsförväntningarna är låga och inflationsmålet trovärdighet försvagad kan man inte räkna med att inflationen av egen kraft rör sig mot målet.

Efter det penningpolitiska mötet i april har växelkursen blivit starkare än Riksbankens prognos. Den starkare kronan bidrar tillsammans med nya bedömningar till att inflationsprognosen sänks något under 2016 och 2017. Detta alltså trots att prognosen bygger på en penningpolitik som nu föreslås bli lite mer expansiv.

Innan Flodén förklarar de penningpolitiska avvägningar som låg till grund för hans syn på dagens penningpolitiska beslut ville han ta upp ytterligare två omständigheter som har påverkat hans syn på beslutet.

Till att börja med konstaterade Flodén att sänkningarna av reporäntan till negativa nivåer hittills har fungerat så som förväntat. Reporäntesänkningarna har slagit igenom på utlåningsräntor till såväl hushåll som företag, och även på andra marknadsräntor. De tekniska och praktiska problem som negativa räntor i teorin kan medföra har samtidigt varit begränsade. Det tyder på att penningpolitikens transmissionsmekanism fortfarande fungerar ungefär som normalt, och att penningpolitiken alltså får effekter via det som brukar kallas räntekanalerna. Hans bedömning var att räntekanalerna kommer att fungera även om räntan nu sänks ytterligare, och att problemen med negativ ränta fortsatt kommer att vara begränsade. Men eftersom räntan i Sverige aldrig tidigare har varit så här låg går det förstås inte att säga detta med säkerhet. Detta såg han som ett skäl att nu ändra reporäntan i mindre steg än vanligt.

Att en reporäntesänkning dessutom får effekt via växelkurskanalen såg Flodén inga skäl till att betvivla. Han räknade alltså med att en räntesänkning idag medför att kronan försvagas och att detta kommer att bidra till högre inflation, både genom att importpriser stiger och genom att en svagare växelkurs stimulerar de sektorer i den svenska ekonomin som är utsatta för internationell konkurrens. Men för honom var det viktigt att detta inte är den enda effekt som uppnås med en mer expansiv penningpolitik. Om penningpolitiken enbart får effekt genom växelkurskanalen sker detta på bekostnad av negativa inflations- och konjunkturreffekter i andra länder, åtminstone när penningpolitiken i omvärlden också begränsas av räntans nedre gräns. Flodén tyckte därför att det var viktigt att en reporäntesänkning också får effekter via räntekanalerna. Och liknande resonemang är ett av skälen till att han liksom tidigare har valutainterventioner långt ner på sin lista över åtgärder som kan bli aktuella om direktionen bedömer att ytterligare penningpolitiska stimulanser är nödvändiga.

Den andra omständigheten Flodén ville ta upp är den internationella uppgången i långräntor och hur detta påverkar hans syn på Riksbankens statsobligationsköp. Av flera skäl ser han ränteuppgången som mycket välkommen. Det kan ju låta motsägelsefullt eftersom syftet med obligationsköpen är att pressa ner långräntor. Men han hade vid de senaste penningpolitiska mötena haft en kluven och ganska skeptisk inställning till obligationsköpen. Som Flodén nyss nämnde kan den internationella uppgången i långräntor tyda på att marknaderna initialt överreagerade när ECB påbörjade sina tillgångsköp i mars. Räntenedgången blev då större än vad han hade förväntat sig, och detta såg han som ett skäl till de obligationsköp som Riksbanken presenterade i mars och april. Att långräntorna nu har stigit behöver inte betyda att tillgångsköpen har varit helt verkningslösa. Räntorna är fortsatt på historiskt mycket låga nivåer, och empiriska studier indikerar att risk- och löptidspremier är ovanligt låga trots att de alltså har stigit påtagligt de senaste månaderna.

En ytterligare indikation Flodén såg på att Riksbankens obligationsköp ändå har haft viss effekt är att skillnaden mellan svenska och tyska långräntor är lägre än innan köpen påbörjades. Att räntorna hålls nere i förhållande till utländska räntor kan bidra till att motverka en alltför snabb kronförstärkning.

Men medför inte en högre nivå på långräntorna att konjunkturåterhämtningen dämpas och i förlängningen att inflationsuppgången bromsas in? Flodén trodde inte det, åtminstone inte eftersom ränteuppgången främst verkar förklaras av högre risk- och löptidspremier snarare än av ett skift uppåt i förväntningarna på framtida styrräntor. I Sverige sker ju den mesta utlåningen till såväl hushåll som företag till rörlig ränta. Det bör då vara just rörliga räntor och förväntningar på hur dessa kommer att utvecklas framöver som påverkar hushållens och företagens beslut.

Däremot finns det aktörer som förmodligen gynnas av det stigande ränteläget. Flodén tänkte då främst på pensionsfonder som kan ha ställt ut nominella avkastningslöften och

där regleringar kan kräva att de håller statsobligationer med lång löptid. Att långräntorna nu har stigit något kan mildra problemen för dessa aktörer, och mer generellt minska risken att en jakt på nominell avkastning leder till ett omotiverat högt risktagande i ekonomin.

Att långräntorna har varit alltför nedpressade hade alltså varit ett av skälen till att Flodén har varit tveksam till obligationsköpen. Riksbanken har ju köpt tillgångar som enligt den egna ränteprognosen har varit överprissatta. Han hade då tyckt att det verkat märkligt att försöka pressa upp priset på sådana tillgångar ännu mer, att köpen har medfört en otydlig signalering kring vilka ränteförväntningar Riksbanken vill se på marknaden, och att köpen dessutom i förväntan medfört förluster på Riksbankens balansräkning. Dessa invändningar har lindrats eller helt eliminerats för honom när ränteläget nu har stigit.

Vad betyder då dessa resonemang för hans syn på dagens penningpolitiska beslut? Flodén konstaterade att svaret inte var självklart. Det finns tydliga tecken på att penningpolitiken har fått effekt och att inflationen är på väg upp. Han hade därför övervägt att förespråka både en oförändrad reporänta och att avvakta med att ge besked om ytterligare obligationsköp. Men inflationsprognosen är trots allt nedreviderad jämfört med prognosen i april och det är fortfarande osäkert hur kraftig inflationsuppgången blir. Efter flera år med alltför låg inflation går det inte att ta för givet att inflationen fortsätter att röra sig mot inflationsmålet. För Flodén var det ett tydligt skäl till att Riksbanken behöver fortsätta att arbeta aktivt med penningpolitiken både för att direkt pressa upp inflationen och för att visa att den slår vakt om inflationsmålet. Detta i kombination med att de tidigare räntesänkningarna har fått avsedda effekter har fått honom att förespråka en räntesänkning idag. Utan räntesänkningen skulle inflationsprognosen behöva revideras ner ytterligare, och det skulle ta ännu längre tid innan KPIF-inflationen närmar sig 2 procent.

Flodén var fortfarande inte övertygad om att statsobligationsköpen påtagligt bidrar till att höja inflationen eller stimulera ekonomin. Men samtidigt har kostnaderna och problemen förknippade med obligationsköp avtagit markant när långräntorna har stigit under de senaste månaderna. De positiva effekterna av obligationsköpen blir förmodligen större om Riksbanken presenterar en långsiktig plan för köpen. Vissheten om att Riksbanken kommer att finnas kvar som köpare på marknaden under resten av året bör hålla ned obligationsräntorna under den tidsperioden. Och den vissheten kan vara särskilt betydelsefull nu på grund av den ökade marknadsosäkerheten förknippad med utvecklingen i Grekland. Han tyckte därför att det var bättre att ge besked om ett förlängt obligationsköpsprogram idag än att vänta till det penningpolitiska mötet i september. Det är då rimligt att fortsätta att köpa obligationer ungefär i samma takt som tidigare, vilket också är ungefär samma takt i förhållande till BNP som ECB:s obligationsköp, avslutade han.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att det sedan den penningpolitiska rapporten i april har inkommit två nya inflationsutfall, för april och maj. Medan aprilutfallet låg tydligt under Riksbankens prognos utgjorde utfallet för maj en positiv överraskning. Vid beslutet i april antogs att KPIF-inflationen för maj skulle uppgå till 0,87 procent. Utfallet hamnade på 1,03 procent, det vill säga nästan 0,2 procentenheter högre än väntat. Att inflationen nu är på väg upp syns också tydligt när man rensar för de volatila energipriserna. Exklusive dessa priser uppgick KPIF-inflationen i maj till 1,45 procent, att jämföra med prognostiserade 1,36 procent. Man får nu gå tillbaka till slutet på 2010 för att hitta en lika hög inflationssiffra, påpekade han.

Jansson fortsatte med att konstatera att även utvecklingen av inflationsförväntningarna ger skäl till att vara optimistisk. Här har det sedan april inkommit två nya undersökningar, en månadsundersökning och en kvartalsundersökning. Vad gäller förväntningarna på inflationen om fem år hos arbetsmarknadens parter, som bara mäts i kvartalsundersökningarna, kan nu en uppgång noteras för både arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer. För arbetsgivarorganisationerna ökade den förväntade inflationen om fem år från 1,76 procent till 1,89 procent. Och för arbetstagarorganisationerna ökade den från 1,72 procent till 1,81 procent. För samtliga grupper i kvartalsundersökningen för juni gick de femåriga inflationsförväntningarna upp från 1,73 procent till 1,78 procent. Förväntningarna på inflationen om fem år hos penningmarknadens aktörer, som mäts i både månadsundersökningarna och kvartalsundersökningarna, har sedan mars dessutom legat stabilt kring 1,85 procent.

Jansson sammanfattade utvecklingen av inflationen och inflationsförväntningarna sedan den penningpolitiska rapporten i april som i huvudsak positiv. Den tyder på att Riksbankens expansiva penningpolitik fungerar som det är tänkt. Men det gäller förstås att den här utvecklingen fortsätter och inte bryts. Med en inflationstakt på cirka 1 procent och mer långsiktiga inflationsförväntningar som alltså är ett par tiondelar under 2 procent måste penningpolitiken fortsätta att "se runt hörnet" och utformas för att hantera olika risker på ett förebyggande sätt. Precis som tidigare finns här ett antal stora och svårkvantifierbara risker som, om de skulle bli verklighet, påtagligt kan förändra förutsättningarna för den ekonomiska utvecklingen framöver. Jansson ville mot den här bakgrunden kommentera några av de risker som han just nu tillmäter speciellt stor vikt.

Den senaste tidens händelseutveckling i Grekland är naturligtvis djupt oroande, betonade han. Även om Sveriges direkta exponering mot den grekiska ekonomin är liten är det farligt att underskatta de indirekta effekterna som en förvärrad grekisk kris kan föra med sig. Det svenska banksystemet är stort och tätt sammanlänkat. Dessutom har de svenska storbankerna en hög andel marknadsfinansiering. Det gör att banksystemet, och det finansiella systemet som helhet, är känsligt för olika störningar. Till detta kommer att en stor osäkerhet råder kring hur kronans växelkurs kan påverkas vid en eskalering av den grekiska krisen. Jansson underströk att det i sammanhanget inte går att utesluta en



ganska påtaglig förstärkning av kronkursen, framförallt mot euron. Stora negativa förtroendeeffekter kan också bromsa den ekonomiska utvecklingen och i värsta fall försena återhämtningen i euroområdet. Allt detta skulle naturligtvis göra det betydligt svårare att få inflationen i Sverige att fortsätta att stiga.

Jansson framhöll därefter att kronans förstärkning sedan den penningpolitiska rapporten i april illustrerar att det dessutom finns en risk för att kronan apprecierar mer än väntat även om krisen i Grekland inte förvärras ytterligare. Sedan april har kronan stärkts med cirka 15 öre mot euron och drygt 30 öre mot den amerikanska dollarn. Mot bakgrund av att den amerikanska ekonomin under senare tid åter utvecklats ganska väl och förutsättningarna för Federal Reserve att försiktigt kunna börja höja styrräntan därmed förbättrats är det kanske framförallt kronans förstärkning mot dollarn som nu förvånar, resonerade han.

För en liten öppen ekonomi som den svenska är växelkurskanalen alltid av stor betydelse. I ett läge där de inhemska realekonomiska förhållandena dessutom inte påverkat inflationen som väntat är växelkurskanalen än mer betydelsefull. För Jansson var det mot den här bakgrunden viktigt att kronans växelkurs inte förstärks ytterligare i närtid utan istället helst förvagas något från nuvarande nivå, så som också antas i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Det är naturligtvis en stor skillnad om kronan stärks längre fram under prognosperioden, när inflationen och inflationsförväntningarna är nära 2 procent, jämfört med om detta sker mer kortsiktigt när så inte är fallet.

Ytterligare en faktor som skulle göra det betydligt svårare att få inflationen att fortsätta att stiga är om inflationsmålet inte längre utgör utgångspunkten i svensk lönebildning, sade Jansson. Han påpekade att risken för att detta inträffar naturligtvis inte är oberoende av de tidigare hoten mot inflationsuppgången som han diskuterat. Men att döma av olika uttalanden som gjorts av arbetsgivarorganisationerna finns nu en risk för att inflationsmålet inte blir grunden för nästa års avtalsrörelse även om inflationsutvecklingen inte påverkas av sådana negativa omständigheter. Mot bakgrund av att den svenska lönebildningen kännetecknats av en betydande stabilitet sedan inflationsmålet etablerats som nominellt ankare vore detta förstås djupt olyckligt, betonade Jansson.

För egen del hade Jansson också svårt att förstå varför så behöver ske nu när Riksbankens penningpolitik är så tydligt inriktad på att snabbt få inflationen att stiga. Att många fortsätter att stirra sig blinda på den för stunden låga KPI-inflationen, som ju i stor utsträckning är en följd av Riksbankens egna räntesänkningar, gör naturligtvis inte saken bättre, påpekade han. KPIF-inflationen, som nu uppgår till cirka 1 procent, och KPIF-inflationen exklusive energipriser, som för stunden ligger kring 1,5 procent, är i sammanhanget betydligt bättre inflationsmått att utgå från än den aktuella KPI-inflationen.

Jansson menade att det också fanns en tendens i den här debatten att överdriva de konkurrenskraftsproblem som de senaste årens oväntat snabba reallöneökningar och svaga produktivitetens utveckling har orsakat. Förvisso har Sveriges arbetskostnader per producerad enhet ökat snabbare än företagens priser men jämfört med andra länder är utvecklingen knappast dramatisk. Tvärtom mot vad som ofta antyds i debatten så har under perioden med låg inflation arbetskostnaderna per producerad enhet i Sverige stigit klart långsammare än i till exempel USA och Tyskland. Räknat i gemensam valuta är kostnadsökningen sedan andra kvartalet 2011 i Sverige drygt 5 procent medan den är över 10 procent i Tyskland och en bra bit över 30 procent i USA. Det är knappast siffror som gör att man ser ett stort behov av att ringa i alarmklockor när det gäller utvecklingen av Sveriges konkurrenskraft, sade han.

Precis som tidigare innebär det faktum att inflationen varit låg under en lång tid i kombination med de stora och svårkvantifierbara risker som finns att Jansson föredrar att hellre göra för mycket än för litet i penningpolitiken. Därför har han landat i att det nu är lämpligt att sänka reporäntan ytterligare och fortsätta med att köpa statsobligationer året ut. Om den mycket expansiva penningpolitiken i förlängningen skulle resultera i en inflationstakt som hamnar en bit över inflationsmålet och den nuvarande prognosen är det i så fall något som Jansson kan leva med.

Mot den här bakgrunden ställde Jansson sig bakom både prognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Han underströk att han förstärks också delar synen att Riksbanken alltså måste ha en hög beredskap att vidta ytterligare åtgärder och att detta kan behöva ske 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.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att beskrivningen av den ekonomiska utvecklingen i den penningpolitiska rapporten väl fångar hans syn på utvecklingen i svensk ekonomi och i omvärlden. Han ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,35 procent, och att utöka köpen av statsobligationer med 45 miljarder kronor och förlänga programmet till årets slut. Att sänka reporäntan något har i sig inte någon avgörande ekonomisk betydelse men sänkningen i samband med beslutet om ytterligare obligationsköp är en signal att Riksbanken är beredd att fortsätta med den nu valda penningpolitiken på ett än mer kraftfullt sätt om så skulle behövas, menade han. Att köpa statsobligationer i ungefär samma takt som ECB tyckte han också var lämpligt under rådande omständigheter.

Prognoserna för realekonomin har inte ändrats särskilt mycket sedan det penningpolitiska mötet i april, konstaterade Ingves. I omvärlden bedöms återhämtningen fortsätta efter

svackan i början av året. I euroområdet där utvecklingen länge varit svag har det kommit tecken på starkare konsumtion och investeringar. Det här positiva basscenariot förutsätter att den grekiska oredan inte sprider sig till andra delar av Europa. I direkt ekonomisk mening spelar den grekiska tragedin inte någon större roll för svensk ekonomin så det är framförallt spridningseffekter som kan påverka Sverige, menade han. I USA väntas BNP-tillväxten bli högre än normalt under de närmaste åren.

Ingves gick därefter över till att diskutera inflationsutvecklingen, som i omvärlden under en tid har varit låg och understigit inflationsmålen i flera länder, bland annat som en följd av lägre oljepriser. Nu bedöms effekterna av oljeprisnedgången klinga av. Det har bidragit till att inflationen har börjat stiga i omvärlden. Den KIX-viktade inflationen väntas stiga från knappt 1,5 procent i år till knappt 2,5 procent 2017. Det här är en inflationsutveckling som är positiv också för Sverige som i hög grad påverkas av vad som sker i omvärlden.

Inflationen i Sverige har utvecklats ungefär som antogs i prognosen i april men den är fortfarande låg, framhöll Ingves. Sedan det penningpolitiska mötet i april har kronan stärkts något och lönerna har blivit något lägre än förväntat. Sammantaget bidrar detta till att inflationsprognosen är något nedreviderad. Det bidrar därmed till ökad risk för att inflationen ska stiga alltför långsamt, vilket talar för den penningpolitik som nu förs.

Ingves ville därefter diskutera några av de risker som föreligger. Världshandeln växer fortfarande långsammare än normalt. Den föll kraftigt i samband med den globala finanskrisen och återhämtade sig därefter. Under årets tre första månader har världshandeln dämpats, vilket främst beror på utvecklingen i Kina och andra länder i Asien. Den svaga världshandeln har hållit tillbaka den svenska exporten. Det här är en strukturell risk som det är svårt att göra något åt och det är svårt med hjälp av penningpolitiken kompensera för de här skeendena, konstaterade han.

Utöver Greklands problem, som Ingves redan hade berört, tillkommer att flera länder i euroområdet har strukturella problem och alltför svaga statsfinanser som riskerar att inte vara långsiktigt hållbara. Dessutom finns kvardröjande geopolitisk osäkerhet på flera håll i världen, bland annat Ryssland/Ukraina och Mellanöstern, som kan bromsa uppgången. Nedåtriskerna för prognosen är alltså främst förknippade med utvecklingen utanför Sverige, menade han. En annan svårbedömd faktor är penningpolitiken i omvärlden som fortfarande är mycket expansiv. I USA ligger styrräntan kvar nära noll sedan finanskrisen. I euroområdet har styrräntan sänkts till nära noll och ECB har i år inlett omfattande köp av statsobligationer. Det bidrar till att inflation och resursutnyttjande ökar i omvärlden, vilket gynnar återhämtningen i Sverige. Det skapar också möjligheter för hushåll och företag att sanera sina balansräkningar, vilket är en förutsättning för återhämtning i flera länder.

Men samtidigt kan det skapa incitament till ett mer osunt risktagande och felprissättning av tillgångar. Volatiliteten på aktiemarknaden i euroområdet har exempelvis varit högre under de senaste månaderna än den var före krisen.

Ett annat exempel är att statsobligationsräntorna har stigit kraftigt sedan april, påpekade Ingves. En uppgång i globala statsobligationsräntor, främst tyska, har bidragit till högre långa räntor även i Sverige. Uppgången tycks främst ha påverkats av utvecklingen i euroområdet. En möjlig tolkning är att den låga inflationen och ECB:s köp av statsobligationer pressade ned långa räntor till onormalt låga nivåer i början av året. Nu har återhämtningen i euroområdet blivit tydligare och tillsammans med ökade inflationsförväntningar kan det ha bidragit till ränteuppgången. Skillnaden mellan svenska och tyska obligationsräntor är fortfarande mycket liten, och det tyckte han var både bra och eftersträvansvärt. På korta löptider är den svenska räntan lägre än den tyska, på längre löptider marginellt högre än den tyska, vilket sannolikt avspeglar den förväntade penningpolitiken i Sverige i relation till den förväntade penningpolitiken i euroområdet.

Ingves framhöll att i en värld med fria kapitalrörelser påverkas handlingsutrymmet för den inhemska penningpolitiken av penningpolitiken i andra länder. Det understryker vikten av att Riksbanken utnyttjar sitt penningpolitiska handlingsutrymme så gott det går, och det är viktigt att kronan inte stärks för fort. Riksbanken har fört och behöver fortsätta föra en tydligt expansiv penningpolitik och signalera att direktionen kommer att reagera om inflationen inte utvecklas enligt prognos, underströk han. I dagens osäkra omvärld är det dock svårt att i förväg sja om vilken kombination av penningpolitiska åtgärder som vid var tid är mest lämplig men framförallt handlar det enligt Ingves mening om olika kombinationer av ränteförändringar, obligationsköp men också potentiellt valutainterventioner.

Ett tecken på att den expansiva penningpolitiken verkligen fungerar är att jämföra arbetskostnader per producerad enhet i hela ekonomin i olika länder i samma valuta. En sådan jämförelse tyder på att enhetsarbetskostnaderna ökat betydligt mer i USA än i Sverige och något mer i Tyskland än i Sverige sedan 2011. Skillnaden förklaras främst av växelkurseffekten.

I grund och botten tyder kombinationen med god tillväxt, låg inflation och mycket låga räntor på ett ovanligt men gynnsamt ekonomiskt läge i Sverige, sade Ingves. Men det finansiella och penningpolitiska läget bedöms knappast vara i normalläge 2016. I normala tider brukar ju antas att realekonomisk balans innebär en nominell ränta i intervallet 3,5 – 4,5 procent och en realränta runt 2 procent. Men nu väntas att reporäntan förblir -0,35 procent eller lägre under drygt ett år från och med nu. Den reala reporäntan bedöms dessutom behöva vara negativ under hela prognosperioden, påpekade han.

Det går alltså bra för den svenska ekonomin, samtidigt som ett makrofinansiellt normalläge är långt bort. Ingves underströk att det bidrar till stigande risker på

bolånemarknaden. Utlåningen till bostadsköp ökar alltför kraftigt. Det realekonomiska läget normaliseras under nästa år men det sker samtidigt till priset av alltför stora risker på bolånemarknaden. Sverige är därför ett exempel som visar att den inhemska penningpolitiken utsätts för påfrestningar om kapitalrörelserna är fria och växelkursen rörlig. Inflationsmålpolitiken behöver därför just nu kompletteras med åtgärder som stabiliserar bostadsmarknaden så att den svenska ekonomin inte utsätts för ohanterliga risker längre fram. Det krävs alltså åtgärder av beslutsfattare på andra håll i ekonomin. Ett verkningfullt amorteringskrav är en bland flera åtgärder som bör införas snarast för att minska riskerna med hushållens skuldsättning och öka motståndskraften i svensk ekonomi. Det finns en hel meny av olika möjliga åtgärder som inte behöver upprepas här, summerade Ingves.

Sammantaget var det Ingves bedömning att en avvägd penningpolitik idag är att sänka reporäntan, samt utöka och förlänga köpen av statsobligationer. Det innebär att Riksbanken avser att fortsätta köpa statsobligationer till årets slut. Samtidigt kan händelser i omvärlden inträffa som föranleder en ny bedömning. Ingves ansåg att Riksbanken har en god beredskap för att hantera oförväntade händelser i en osäker värld.

### §3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att han av utrymmesskäl i sitt tidigare inlägg inte tog upp frågan om negativa sidoeffekter förknippade med den mycket expansiva penningpolitiken. Han ville därför betona att han förstås inte ändrat uppfattning när det gäller dessa: allt han sa vid det förra penningpolitiska mötet i april gäller fortfarande. Och med ytterligare penningpolitiska lättnader blir riskerna naturligtvis inte mindre, underströk han.

Att hantera Sveriges ramverk för makrotillsyn är och förblir det allra viktigaste för att komma åt de negativa sidoeffekterna, fortsatte Jansson. Precis som Skingsley oroas han av att de folkvalda inte tycks uppfatta detta som ett särskilt stort problem. Kritiken från IMF, som kommer att genomföra sin artikel IV-konsultation i höst, lär i varje fall inte bli nådig, befarade han.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** ville framhålla att direktionen har varit tydliga med att det finns flera olika tänkbara sätt att addera penningpolitisk expansion. Olika verktyg fungerar på olika sätt och alla har sina begränsningar. Hon menade att det är rimligt att enskilda direktionsmedlemmar har olika preferenser för hur långt man kan exploatera ett visst verktyg. Därtill är frågan om reporäntans lägre gräns komplex och de praktiska erfarenheterna begränsade.

Skingsley konstaterade att Ohlsson idag valde att reservera sig mot ytterligare penningpolitiska lättnader via reporäntan. Det tydliggör att det finns två delar i direktionens uppdrag, dels det institutionella ansvaret för att lösa den penningpolitiska

uppgiften om ett upprätthålla ett fast penningvärde, dels det personliga ansvaret man har som direktionsmedlem som innebär att man också har rätten att reservera sig mot en viss insats.

För egen del ville Skingsley säga att hon inte tror att det finns en och endast en nivå där reporäntans verkansgrad upphör. Dels handlar det om reporäntans genomslag på inlånings- respektive utlåningsräntor, dels handlar det om i vid vilken minusräntenivå aktörer föredrar att börja hålla kontanter, som inte har någon ränta, framför att erlægga ränta på sitt konto. Förmodligen ligger dessa förändringar vid olika minusräntenivåer, menade hon.

Skingsley underströk att det är svårt att veta när de här förändringarna inträffar, så det är därför rimligt att arbeta i små steg med reporäntans nivå om det nu skulle vara aktuellt att direktionen framöver vill utöka den penningpolitiska expansionen. Hennes bedömning är att det nu finns ett begränsat utrymme kvar att sänka reporäntan innan effekterna börjar avklinga.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ville förtydliga sin syn på den svenska penningpolitiken i dagsläget. Negativa räntor är något som endast har praktiserats under en kort tid och endast av vissa centralbanker. Penningpolitiken är därmed ute på okänd mark och centralbanker brottas på olika sätt med att få den önskade penningpolitiska effekten. Ingves menade också att det sannolikt är så att centralbanker idag måste räkna med att det är en kombination av flera åtgärder som tillsammans som leder till penningpolitisk stimulans. Men hur denna kombination ska se ut är mycket svårt att säga ex-ante. För svensk del beror också effekterna av den förda penningpolitiken på vad andra centralbanker gör. I en liten öppen ekonomi med stora fria kapitalrörelser var det hans bedömning att det inte enbart går påverka ekonomin med räntan i dagsläget.

Ingves tillade med anledning av Ohlssons reservation mot en ytterligare sänkning av reporäntan och justering av räntebanan, att han hyste respekt för att olika direktionsledamöter landar i olika slutsatser då analysen vägs ihop. Han menade att penningpolitiken i dagsläget varken är självklar eller lätthanterlig.

Slutligen ville Ingves kommentera att flera ledamöter hade tagit upp eller berört problemen på den svenska bostadsmarknaden. Det gällde inte minst tidsaspekten som Skingsley lyfte i sitt inlägg. Han ansåg att det är ett slags kollektivt självmål för svensk ekonomi att inte klara av att hantera dessa risker. För honom är det ytterst angeläget att riskerna förknippade med bostadsmarknaden hanteras omgående.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** ville börja med att säga att han höll med om det som flera ledamöter hade tagit upp om makrotillsynen: Det behövs ett fungerande ramverk för den svenska makrotillsynen.

Flodén hade också några reflektioner kring det Ingves sade om att det kommer att ta tid innan ränteläget normaliseras. Även Jansson nämnde tänkbara negativa sidoeffekter av den expansiva penningpolitiken och de låga räntorna. Flodén höll med om det som sades, men han tyckte också att det är viktigt att påpeka att det låga ränteläget egentligen inte har så mycket med svensk penningpolitik att göra. Att nominella räntor är låga är ett globalt fenomen. Det beror delvis på att inflationsförväntningar är låga och på att många centralbanker bedriver en expansiv penningpolitik för att stimulera konjunktur och inflation. Men kanske ännu viktigare är att realräntor är låga även på lång sikt. I Sverige indikerar marknadsprissättningen, trots en tydlig ränteuppgång de senaste månaderna, att realräntan om fem år för de kommande fem åren förväntas ligga kring noll procent. Och man ser liknande realräntor i andra länder. Detta är mycket låga nivåer i ett historiskt perspektiv. Och det gäller alltså för räntor som vanligen inte antas påverkas av penningpolitiken, även om centralbankernas stora tillgångsköp kan ha haft en viss effekt under de senaste åren. Exakt vad som har orsakat nedgången i räntorna är svårt att veta, menade Flodén, men en möjlig förklaring är låga tillväxtförväntningar till exempel på grund av den demografiska utvecklingen.

Flodéns poäng var i varje fall att den svenska penningpolitiken måste förhålla sig till den allmänna räntenedgången. Det är nu, på kort sikt, som penningpolitiken med hjälp av en låg realränta ska bidra till högre inflation och en konjunkturåterhämtning. Reporäntan är visserligen extremt låg, men i reala termer är reporäntan ändå inte anmärkningsvärt låg i förhållande till långsiktiga räntor.

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.

Inflationen stiger sedan en tid tillbaka, delvis till följd av att kronan försvagats det senaste året. I takt med att konjunkturen stärks ökar också det inhemska kostnadstrycket och det blir samtidigt lättare för företagen att höja priserna. KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent från slutet av 2015. BNP bedöms växa snabbare än normalt de kommande åren och förbättringen på arbetsmarknaden fortsätter.

Tillväxten stiger även i omvärlden men osäkerheten har ökat i och med de allra senaste dagarnas händelseutveckling i Grekland. Prognoserna bygger på att händelseutvecklingen i Grekland inte förhindrar euroområdet återhämtning.

Jämfört med Riksbankens prognos i april har kronan blivit starkare, och kronans växelkurs utgör därmed en risk för inflationsuppgången.

Direktionen var enig om att i denna osäkra miljö behöver penningpolitiken vara ännu mer expansiv för att säkerställa att inflationen fortsätter att stiga mot målet på 2 procent.

Samtliga ledamöter ansåg att det var lämpligt att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 45 miljarder kronor. Fem ledamöter förespråkade också att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,35 procent, medan en ledamot ville lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent.

Ledamöterna konstaterade också att Riksbanken har en fortsatt hög beredskap att vid behov göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena.

Direktionen underströk att den penningpolitiska rapporten på grund av rådande osäkerhet kring händelseutvecklingen i Grekland hade varit ett levande dokument fram till dagen före det penningpolitiska mötet.

Vid mötet diskuterades även utvecklingen i resten av omvärlden, behovet av att skyndsamt hantera mandat och verktyg inom makrotillsynsområdet och vikten av åtgärder inom detta område.

#### **§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan**

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A samt
- att sänka reporäntan till -0,35 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen 8 juli 2015
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 2 juli.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan. Han menade att reporäntan och räntebanan borde lämnas oförändrade. Ohlsson ansåg att det är tillräckligt att utöka och förlänga köpen av statsobligationer i det aktuella ekonomiska läget.

#### **§5. Beslut om köp av statsobligationer**

Meredith Beechey Österholm föredrog ärendet.

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.



## §6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att torsdagen den 2 juli 2015 kl. 9.30 offentliggöra besluten under §§ 4 och 5 med motivering i ett pressmeddelande samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 15 juli 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](http://www.riksbank.se)

Telefon: 08 787 00 00, Fax: 08 21 05 31

E-mail: [registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)