



# Penningpolitiskt protokoll

September 2015



# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 2 september beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på -0,35 procent. Den expansiva penningpolitiken, med negativ ränta och tidigare beslut att köpa statsobligationer till årets slut, stöder den fortsatt positiva utvecklingen i svensk ekonomi så att KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under 2016. Om inflationsutsikterna skulle försämrats har Riksbanken fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.*

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

Den expansiva penningpolitiken i Sverige har bidragit till att konjunkturen stärks, att läget på arbetsmarknaden förbättras och att det finns en tydlig trend uppåt i inflationen sedan förra hösten.

I omvärlden fortsätter återhämtningen. Men utvecklingen där omges fortfarande av stor osäkerhet med prisfall på olja och stora rörelser på aktie- och valutamarknaderna.

Lägre energipriser till följd av fallet i oljepriset medför att KPIF-inflationen är nedreviderad den närmaste tiden men inflationen bedöms ändå stiga tydligt och prognosen för KPIF exklusive energi är i princip oförändrad sedan bedömningen i juli.

På det hela taget har utvecklingen i Sverige och i omvärlden varit i linje med bedömningen i juli och revideringarna i prognosen är sammantaget små.

Direktionen var därför enig om att lämna reporäntan oförändrad på -0,35 procent och att fortsätta att köpa statsobligationer till årets slut enligt den plan direktionen beslutade om i juli.

Givet den osäkerhet som omger utvecklingen i omvärlden var direktionen också enig om att Riksbanken behöver ha en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om utsikterna för inflationen skulle försämrats.

Genom att föra en fortsatt mycket expansiv penningpolitik ger Riksbanken stöd åt den positiva utvecklingen i svensk ekonomi så att KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under nästa år.

Vid mötet diskuterades även utvecklingen i Kina och andra tillväxtekonomier samt risken för att ett volatilt oljepris påverkar inflationsbedömningen. Det noterades på olika sätt att kronans utveckling fortsätter att vara viktig. Flera direktionsledamöter diskuterade också utrymmet för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Slutligen betonade flera direktionsledamöter att det finns ett stort behov av att skyndsamt hantera mandat och verktyg inom makrotillsynsområdet.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 4

DATUM: 2015-09-02

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

Yoav Soffer, Israels centralbank  
Gary Watson

Meredith Beechey Österholm  
Claes Berg  
Carl-Johan Belfrage  
Charlotta Edler  
Lena Eriksson  
Mattias Erlandsson  
Eric Frieberg  
Tobias Helmersson (§ 1)  
Ola Melander  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Olof Sandstedt  
Henrik Siverbo  
Ingvar Strid  
Ulf Söderström  
Jens Vahlquist (§1)  
Anders Vredin

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Henrik Siverbo 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. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har politisk oro i Grekland och därefter osäkerhet rörande Kina och övriga tillväxtekonomier inverkat på marknadsutvecklingen. Börserna har sjunkit och nedgångar i råvaru- och energipriser har dämpat inflation och inflationsförväntningar internationellt och pressat ned statsräntor. Kortare räntor i USA och Storbritannien avspeglar att centralbankerna väntas inleda sin normalisering av penningpolitiken genom höjda styrräntor under året respektive i början av nästa år medan räntorna i Sverige och Tyskland noteras på lägre nivåer.

Det har varit ganska stora rörelser i kronkursen, liksom på valutamarknaden i övrigt, men kronan ligger nu i KIX-termer på ungefär samma nivå som vid det senaste penningpolitiska beslutet i juli. Enkäter och marknadens prissättning speglar förväntningar på en något lägre reporäntenivå i slutet av året men endast en minoritet av marknadsaktörerna förväntar sig en sänkning av reporäntan i september.

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 17 och 18 augusti samt den 21 augusti. På ett möte med direktionen den 25 augusti bordlades utkastet till penningpolitisk rapport. Även den 31 augusti diskuterades den penningpolitiska rapporten och då mot bakgrund av de senaste dagarnas turbulens på finansiella marknader.

Konjunkturen har fortsatt att förbättras gradvis i omvärlden i linje med de prognoser som Riksbanken gjorde i juli. Det finns dock orosmoln i form av osäkerhet om utvecklingen i till exempel Kina. Tillväxten i KIX-vägd BNP väntas uppgå till knappt 2 procent i år för att sedan stiga till strax över 2,5 procent i slutet av prognosperioden. Den ekonomiska utvecklingen i USA förväntas vara fortsatt stark och i euroområdet väntas den gradvisa återhämtningen fortsätta.

Endast små revideringar har gjorts av prognoserna för den svenska ekonomiska utvecklingen. BNP-tillväxten blev oväntat stark det andra kvartalet vilket lett till en viss upprevidering av prognosen för innevarande år. 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 7,3 procent (säsongrensad) till strax under 7 procent i slutet av prognosperioden. Hushållens skuldkvot bedöms öka framöver då snabbt stigande huspriser väntas få hushållens skulder att stiga snabbare än deras disponibla inkomster.

Inflationen stiger sedan en tid tillbaka. I juli uppgick KPIF-inflationen till 0,9 procent och inflationen mätt med KPIF exklusive energi till 1,5 procent. KPI-inflationen uppgick till -0,1 procent, starkt påverkad av Riksbankens tidigare räntesänkningar. Prognosen för KPIF exklusive energi är i princip oförändrad sedan i juli medan lägre energipriser innebär att KPIF-inflationen väntas blir något lägre framöver. 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 under 2016. Inflationförväntningarna på kort sikt har den senaste tiden uppvisat en stigande trend. På längre sikt har det skett en viss stabilisering, även om nivån fortsatt ligger något under 2 procent.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är betingade på att reporäntan lämnas oförändrad på -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 fortsätter köpen av svenska statsobligationer som tidigare annonserats. Hittills per den 2 september har Riksbanken i nominella termer köpt statsobligationer för 81,5 av de planerade 135 miljarder kronor som tidigare beslutats. Anskaffningsvärdet har sammanlagt uppgått till cirka 98 miljarder kronor och Riksbanken har hittills erhållit knappt 1 miljard kronor i kupongutbetalningar hänförliga till dessa obligationer. Mellanskillnaden, 97 miljarder kronor, motsvaras av en ökning av likviditetsöverskottet gentemot banksystemet.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att påpeka att sedan det penningpolitiska mötet i juli 2014 har Riksbanken sänkt reporäntan med 1,1 procentenheter samt beslutat om köp av svenska statsobligationer för 135 miljarder kronor. Det är en kraftfull respons för att återföra inflationen till en nivå förenlig med målet på 2 procent.

Nu, ett år senare, är det tydligt att trenderna går i rätt riktning. Till att börja med har besluten haft ett tydligt genomslag på räntenivåer, kreditgivning och växelkurs. Vad gäller måluppfyllelse har den underliggande inflationstakten mätt med KPIF exklusive energi stigit från cirka 0,5 procent våren 2014 till 1,5 procent vid den senaste mätningen i juli.

Vidare uppvisar inflationsförväntningarna på kortare tidshorisonter en stigande trend sedan årsskiftet och de mer långsiktiga inflationsförväntningarna ser ut att ha stabiliserats. Tjänstepriserna utvecklas nu nära och varupriserna långt över sina genomsnitt sedan 2000. Detta medan inflationssänkena bestående av energipriser och ränteeffekterna från Riksbankens penningpolitik väntas klinga av. Om man därtill lägger en tillväxt kring 3 procent måste detta sammantaget kunna beskrivas som att Sverige uppvisar en jämförelsevis godartad realekonomisk utveckling i en turbulent omvärld.

Skingsley förklarade att hon ställer sig bakom de prognoser och bedömningar som anges i utkastet till penningpolitisk rapport. Makroförloppet har utvecklats ungefär som väntat sedan julimötet vilket innebär att hon idag inte ser ett behov av ytterligare penningpolitiska stimulanser. Trots det menade Skingsley att beslutet att förespråka en oförändrad penningpolitik inte var självklart för henne.

Skingsley förklarade därefter att hon tycker att utvecklingen på de finansiella marknaderna förtjänar en närmare kommentar. Till att börja med har händelseutvecklingen i Grekland under sommarmånaderna varit nyhetsintensiv men de ganska begränsade marknadsreaktioner och spridningseffekter som kunde skönjas visar att Greklands svårigheter numera mestadels är att betrakta som svårigheter för det egna landet. Hon ställer sig därför bakom Riksbankens antagande om att Greklands fortsatta utmaningar inte äventyrar återhämtningen i övriga euroområdet.

Nya omständigheter att beakta är börsfall i Kina, råvaruprisfall, särskilt på råolja, och konsekvenserna för såväl tillväxtekonomierna som de mer avancerade ekonomierna.

Skingsley förhåller sig avvaktande till dessa marknadsförändringar. Att Kina utvecklas svagare i linje med en omvandling från en exportdriven till en mer inhemskt driven ekonomi är både väntat och rimligt. Om denna omvandling stundtals medverkar till svårigheter, till exempel i form av tillgångsprisjusteringar och oväntade policybeslut är det en turbulens att leva med, så länge det inte utgör betydande hot mot återhämtningen i Sverige. Det är svårt att i nuläget veta om Kina står inför en svårare ombalansering och djupare nedgång än vad som antas i prognosen och i vilken mån det får effekter som via finansmarknader och andra länder också kommer att påverka Sverige. Därför är det viktigt att följa det internationella förloppet och agera om det behövs för att vidmakthålla en rimlig trend för svensk prisutveckling.

Skingsley noterade att en invändning mot hennes stöd för en oförändrad penningpolitik vid dagens möte skulle kunna vara att hon tidigare har ställt sig bakom både räntesänkningar och obligationsköp med hänvisning till omvärldsrisker. En skillnad är emellertid att trenderna för svensk inflation och de svenska inflationsförväntningarna nu är något mer godartade än de var för några månader sedan. Men Skingsley framhöll att om det finns skäl att befara en mindre gynnsam utveckling för inflationen framöver så är hon precis som tidigare beredd att stödja mer expansiva insatser för att trygga inflationsmålets roll som nominellt ankare i pris- och lönebildningen.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar bedömningen av utvecklingen i omvärlden och i Sverige som den presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon stöder förslaget att behålla den expansiva penningpolitiken med reporäntan oförändrad på -0,35 procent, och att fortsätta köpen av statsobligationer i enlighet med beslutet i juli.

Den expansiva penningpolitiken stöder en fortsatt god utveckling av tillväxten i svensk ekonomi och understöder inflationsutvecklingen så att inflationen mätt med KPIF bedöms vara nära 2 procent under 2016.

Utvecklingen i den globala konjunkturen fortsätter att förbättras även om det varit en del turbulens på de finansiella marknaderna de senaste veckorna. Som noterades i den penningpolitiska rapporten i juli så är bedömningen av omvärldsutvecklingen behäftad med osäkerhet. I juli var det främst osäkerhet om utvecklingen i Grekland och euroområdet. Nu är osäkerheten större på global nivå. Nedgången på börsen i Kina och försvagningen av landets valuta har bidragit till internationell oro och lägre råvarupriser. Världshandeln har också utvecklats svagt en tid men återhämtade sig något i juni. Osäkerheten om utvecklingen i Kina och andra tillväxtländer innebär dock vissa risker för den fortsatta återhämtningen i världsekonomin.

af Jochnick framhöll att utvecklingen i USA är en viktig faktor i Riksbankens prognos för omvärlden. Hennes bedömning är att BNP-tillväxten i USA blir god men att det finns vissa frågetecken runt inflationsutvecklingen. Trots den allt starkare konjunkturen är inflationen fortsatt låg, vilket inte minst förklaras av fallet i oljepriserna det senaste året men även av att dollarn stärkts. Löneutvecklingen har också varit relativt svag. Såväl oljeprisfallet som den stärkta dollarn påverkar inflationen i närtid men effekterna minskar över tid. En viktig fråga för omvärlden är när de på Federal Reserve kommer att känna sig tillräckligt övertygade om att den underliggande inflationen är på väg upp och bedömer att en första räntehöjning kan äga rum.

I Sveriges närområde utvecklas BNP-tillväxten i Storbritannien väl medan euroområdets utveckling är måttlig. Osäkerheten om Grekland under sommaren har säkert haft en återhållande effekt på BNP-tillväxten i euroområdet, men det finns indikatorer som nu visar på en allt starkare utveckling enligt af Jochnick. Inflationen är också här fortsatt låg men bör stiga successivt när efterfrågan ökar och företagen höjer sina priser.

För svensk del är det af Jochnicks bedömning att den expansiva penningpolitiken bidragit till en allt starkare tillväxt och att trenden för inflationen nu stiger. Prognosen för inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, är i princip oförändrad sedan julirapporten. Energipriserna utvecklas något svagare än i rapporten i juli, vilket innebär att prognosen för inflationen mätt med KPIF och KPI är något nedjusterad. Enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport kommer KPIF-inflationen att vara nära 2 procent under 2016.

Omvärldsefterfrågan utvecklas allt bättre i huvudscenariot även om det finns viss osäkerhet om styrkan i efterfrågan på svensk export framöver. Hittills tycks dock ökade svenska exportmarknadsandelar ha motverkat effekterna av försvagningen av världshandeln. Kombinationen av en fortsatt hög konsumtion och en allt starkare export bör leda till ett högre resursutnyttjande och stigande löner. Det leder i sin tur till att företagen bör kunna höja priserna.



Det finns dock en viss osäkerhet när det gäller företagens möjligheter att höja priserna. Det gäller både i vår omvärld och i Sverige. Oljeprisfall, ökad konkurrens via bland annat digitalisering och effekter av volatila valutamarknader är exempel på faktorer som kan hålla tillbaka inflationsuppgången i flera länder.

Vidare konstaterade af Jochnick att avtalsförhandlingarna 2016 också är en viktig parameter för inflationsutvecklingen i Sverige. En fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport beskriver väl förutsättningarna inför avtalsrörelsen 2016. Stabila spelregler och förutsägbarhet är något som under lång tid skapat goda förutsättningar för svensk ekonomi. Arbetsmarknadens parter bär här ett stort ansvar för att säkerställa en stabil utveckling även för de kommande åren. Mot bakgrund av att det internationella konkurrensläget nu förefaller relativt gynnsamt och att inflationen bedöms vara nära 2 procent 2016 är det rimligt att inflationsmålet är en utgångspunkt i förhandlingarna.

af Jochnick sammanfattade sedan sin bedömning som är att svensk ekonomi utvecklas allt bättre och att inflationen stiger mot målet. Omvärlden utvecklas också allt bättre men det finns osäkerhet kring styrkan i uppgången och om hur snabbt inflationen stiger. Om den låga inflationen biter sig fast finns en risk att de långsiktiga inflationsförväntningarna också påverkas.

När hon väger argumenten för och emot att ändra den penningpolitik som beslutades i juli är det af Jochnicks bedömning att den expansiva penningpolitiken bör behållas oförändrad. Riksbanken behöver däremot ha fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om inflationsutsikterna försämras.

Slutligen upprepade af Jochnick sin oro för utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens stigande skulder. Det är tydligt att bostadsmarknaden lider av stora strukturella problem som kommer att ta lång tid att reparera samtidigt som hushållens skulder växer allt mer. Även internationella bedömare har vid flera tillfällen identifierat svensk bostadsmarknad och hushållens skuldsättning som ett potentiellt problem för svensk ekonomi. Under sommaren kom ytterligare en analys från Europeiska rådet med en specifik rekommendation till Sverige att vidta åtgärder för att påverka såväl efterfrågan på krediter som utbud av bostäder. Regeringen och andra myndigheter bär ett stort ansvar för att långsiktigt åstadkomma en stabil utveckling på bostadsmarknaden samtidigt som hushållens skuldsättning måste hanteras. Risken är annars stor att skuldsättningen längre fram blir en hämsko på svensk ekonomi och kan förstärka en framtida konjunkturedgång.

af Jochnick avslutade med att konstatera att det behövs en bättre ordning i Sverige för att motverka uppkomsten av finansiella obalanser. Ramverket för makrotillsynen behöver snarast komma på plats och utvecklas i samspel med finans- och penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** ställde sig bakom utkastet till penningpolitisk rapport och beslutet att lämna reporäntan oförändrad vid dagens möte.

Flodén noterade att vi efter det penningpolitiska beslutet i juli har sett fortsatta tecken på att Riksbankens penningpolitik får avsedda effekter på den ekonomiska utvecklingen. Sänkningarna av reporäntan under det senaste dryga året har fått ett brett genomslag på marknadsräntor och därmed ökat konsumtions- och investeringsutrymmet för hushåll och företag, och dessutom medfört en svagare växelkurs. Detta har i sin tur bidragit till en ganska god tillväxt i svensk ekonomi trots en svag utveckling i omvärlden, och till att olika mått på underliggande inflation i Sverige visar en uppåtgående trend trots att motsvarande mått i omvärlden förblir låga. Det verkar också som att inflationsförväntningarna har stabiliserats, åtminstone enligt enkätundersökningar, och i såväl Riksbankens företagsundersökning som Konjunkturinstitutets barometer uttrycker företagen nu allt tydligare planer på att höja sina priser den kommande tiden.

Men det finns också orosmoment enligt Flodén. Inför det penningpolitiska mötet i juli rådde stor och omedelbar osäkerhet om situationen i Grekland och vilka följd effekter krisen där skulle få för den ekonomiska utvecklingen i euroområdet. Även om den mest akuta osäkerheten kring Grekland nu har dämpats är det fortfarande oklart hur landets skuldproblematik ska hanteras på sikt. Om till exempel nyalet senare i september inte resulterar i ett tydligt mandat att genomdriva den reformplan som Grekland har förhandlat fram med långivarna kan turbulensen snabbt återkomma, och betydande spridningseffekter till resten av euroområdet kan då inte uteslutas.

De kortsiktiga riskerna förknippade med Grekland bedömer Flodén ändå som tämligen små. Utvecklingen i Kina och på vissa finansmarknader är lite mer oroande. De kraftiga fallen på aktiemarknaderna är i sig knappast en källa till oro, särskilt inte när de har föregåtts av mycket snabba uppgångar. Men frågan är om börsoran är ett symptom på omfattande realekonomiska problem i Kina och andra tillväxtländer, och om detta då innebär att konjunkturutvecklingen där bromsar in snabbare än vad som ligger i Riksbankens prognos. Förmodligen har den senaste tidens oro på finansmarknaderna i tillväxtländerna även ett samband med förväntningarna på en räntehöjning i USA under hösten, något som indikerar att världsekonomins anpassning till ett mer normalt ränteläge kan bli problematisk även om räntehöjningarna sker i blygsam takt.

Om dessa farhågor slår in så att det blir en kraftig försvagning av utvecklingen i tillväxtekonomierna kan det enligt Flodén bli svårt att leva upp till inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Detta eftersom en viss förbättring av tillväxten i vår omvärld enligt prognosen är en viktig faktor som kommer att bidra till en högre svensk inflationstakt under det kommande året. Om den internationella konjunkturutvecklingen i stället försvagas kommer det att bli svårt att fullt ut motverka ett lägre inflationstryck med hjälp av de penningpolitiska verktyg som Riksbanken nu förfogar över. Flodéns bedömning är att det visserligen är möjligt att sänka reporäntan åtminstone ett steg till och att utöka tillgångsköpen något, men att det återstående utrymmet att göra penningpolitiken mer expansiv nu är begränsat.

Flodén ville direkt göra tre förtydliganden kring de här resonemangen. För det första instämmer han i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport där tillväxten på Sveriges viktigaste exportmarknader väntas förbättras den kommande tiden. Utvecklingen i USA och Storbritannien är redan stark och stora delar av euroområdet visar tecken på stigande tillväxt. Och i Kina är en långsam inbromsning den mest troliga utvecklingen. Det finns därför goda förutsättningar för att omvärldsekonomin kommer att kunna bidra till en fortsatt stark utveckling i den svenska ekonomin och till en fortsatt uppgång i inflationen. De farhågor han nyss nämnde är alltså inte ett huvudscenario.

För det andra betyder naturligtvis inte det begränsade återstående penningpolitiska handlingsutrymmet att de åtgärder Riksbanken har genomfört har varit verkningslösa. Flodén påpekade att han redan diskuterat det genomslag den senaste tidens penningpolitik har fått på inflationsutvecklingen. Om man når golvet för reporäntan eller taket för tillgångsköpen kommer det därför knappast finnas skäl att backa från den förda penningpolitiken även om en svag internationell utveckling skulle medföra att de penningpolitiska stimulanserna då är otillräckliga för att det ska vara möjligt att hålla fast vid nuvarande inflationsprognos.

För det tredje menade Flodén att det penningpolitiska handlingsutrymmet ännu inte är uttömt. Det är möjligt att sänka räntan ytterligare eller utöka tillgångsköpen om inflationsutsikterna försämras.

Flodén ville också kommentera oljeprisets utveckling under sommaren. Oljepriset har ju fallit efter det penningpolitiska beslutet i juli, och detta medför att prognosen för KPIF-inflationen reviderats ned med några tiondelar under det kommande året. Men varför inte försöka motverka detta med en mer expansiv penningpolitik, frågade sig Flodén och gav som svar att han instämmer i de förklaringar som ges i utkastet till penningpolitisk rapport och som Skingsley också beskrivit. Det finns tecken på en robust uppgång i inflationen genom de stigande måtten på underliggande inflation, till exempel KPIF-inflationen exklusive energi. Oljeprisfallet bedöms inte påverka denna utveckling så prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi revideras inte ned. Flodén påpekade också att oljeprisfallet i första hand medför en ändrad tidsprofil för KPIF-inflationen; den blir lite lägre under det kommande året men lite högre under året därefter när den senaste tidens nedgång i oljepriserna faller ur årssiffrorna. Det är svårt att påverka den här ändrade tidsprofilen eftersom penningpolitiken verkar med eftersläpning.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att precis som konstateras i utkastet till penningpolitisk rapport finns det i dagsläget argument både för att behålla den penningpolitik som beslutades i juli och för att göra penningpolitiken mer expansiv. Efter mycket om och men hade Jansson kommit fram till att lägga sin röst på det förstnämnda alternativet. Han ställer sig därmed alltså bakom både prognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Vilka är då argumenten för att lämna penningpolitiken oförändrad respektive att göra den mer expansiv?

Jansson började med att redogöra för argumenten som talar för att behålla penningpolitiken oförändrad. Dessa hänger samman med att inflationsbilden i olika avseenden har förbättrats.

För det första har inflationen utfallsmässigt överraskat positivt. Vid beslutet i juli räknade Riksbanken med att KPIF-inflationen för juli skulle uppgå till 0,70 procent. Utfallet hamnade på 0,94 procent, det vill säga drygt 0,2 procentenheter högre än väntat. För marknaden blev prognosfelet ännu större, 0,4 procentenheter. Och detta trots att marknadens prognos hade en kraftig informationsfördel jämfört med Riksbankens bedömning. Den positiva inflationsöverraskningen syns också när man rensar för de volatila energipriserna. Exklusive dessa priser uppgick KPIF-inflationen i juli till 1,54 procent, att jämföra med prognostiserade 1,31 procent. Detta är det högsta utfallet för inflationen rensad för energipriser sedan sommaren 2010, påpekade Jansson.

För det andra bekräftar den senaste tidens utfall för de mer långsiktiga inflationsförväntningarna att den nedåtgående trenden i förtroendet för att Riksbanken ska klara sitt inflationsmål har brutits.<sup>1</sup> Efter att ha uppvisat en lågfrekvent trend nedåt under flera år har de mer långsiktiga inflationsförväntningarna under våren och sommaren vänt uppåt eller stabiliserats. Förväntningarna ligger fortfarande några tiondelar av en procentenhet under 2 procent men det är viktigt att den nedåtgående trenden nu är hejdad, framhöll Jansson. Detta ökar något Riksbankens möjligheter att "se igenom" variationer i energipriser och andra mer tillfälliga effekter på inflationen, fortsatte han.

För det tredje understryker utvecklingen sedan en tid tillbaka att Riksbankens expansiva penningpolitik har effekt. Sänkningarna av reporäntan slår igenom på relevanta korta marknadsräntor och köpen av statspapper pressar även ned räntor med längre löptider. Samtidigt har kronans växelkurs försvagats sedan i fjol, vilket bidragit till högre priser på importerade varor och tjänster. Detta är en viktig förklaring till den senaste tidens inflationsuppgång, sade Jansson.

För det fjärde understryker den ekonomiska utvecklingen i Sverige att förutsättningarna är goda för en hållbar uppgång i inflationen mot inflationsmålet. De senaste åren har arbetskostnaden per producerad enhet – som brukar vara en bra indikator på det underliggande inflationstrycket – ökat i ungefär en historiskt normal takt. Det återspeglar en god tillväxt i inhemsk efterfrågan och en motståndskraftig arbetsmarknad med trendmässiga ökningar i både sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande. Det bäddar i sin tur för att svenska företag successivt kommer att kunna höja sina priser, särskilt när den internationella konjunkturen förbättras och efterfrågan på svensk export stiger. På vägen dit är det dock viktigt att kronans växelkurs fortsätter att bidra med

---

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

positiva inflationsimpulser. Annars finns risken att inflationsuppgången fördröjs. Fördröjningen skulle kunna bli betydande om ett sådant scenario också leder till att inflationsförväntningarna på nytt börjar falla, resonerade Jansson.

Jansson övergick därefter till argumenten som talar för att göra penningpolitiken mer expansiv. Han konstaterade att dessa i hög grad är kopplade till skeenden och risker i vår omvärld.

Under senare tid har det skett betydande fall i olje- och råvarupriser. Oron är nu stor att dessa prisfall ytterligare ska pressa ned både den faktiska och den förväntade inflationen. Svårigheterna under senare år att få inflationen att stiga gör att det inte går att utesluta att även mer långsiktiga inflationsförväntningar påverkas. Det skulle i så fall göra det ännu svårare att åstadkomma en högre inflationstakt.

De fallande råvarupriserna är en följd bland annat av att den kinesiska ekonomin bromsar in och successivt ombalanseras bort från den råvarutunga industrin. Det är en förklaring till att valutor rasat i värde i många tillväxt- och utvecklingsekonomier, som är beroende av råvaruexport till Kina. Utvecklingen kan vara av betydelse också för Federal Reserve och ECB. Det kan inte uteslutas att Federal Reserve reagerar med att något senarelägga sina styrräntehöjningar och att ECB kommunicerar en avsikt att ytterligare utöka köpen av värdepapper. Eftersom dagens räntor och växelkurser bestäms av förväntningar om framtiden kan detta snabbt leda till stramare monetära förhållanden i svensk ekonomi, framhöll Jansson.

Jansson drog därmed slutsatsen att det i första hand är via lägre inflationsförväntningar och en starkare växelkurs som oron i omvärlden riskerar att negativt påverka Riksbankens förutsättningar att åstadkomma en fortsatt stigande inflationstrend. Att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna fallit under en längre tid och växelkursen snabbt kan röra sig på ett ogynnsamt sätt talar för att tidigt reagera på dessa risker. Samtidigt ger den något ljusare inflationsbilden Riksbanken ett visst utrymme att "vänta och se", sammanfattade Jansson.

En ur ett beslutsperspektiv ganska viktig omständighet är att förbättringarna i inflationsbilden består av säkra utfall medan faktorerna i omvärlden i hög grad utgörs av osäkra risker. Detta tillsammans med att Riksbanken mycket snabbt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, har möjlighet att fatta nya beslut för att göra penningpolitiken mer expansiv talar för strategin att nu "vänta och se". Jansson konstaterade att det alltså också är denna strategi som han själv fastnat för att stödja när han vägt alla argument mot varandra. Han betonade dock att utrymmet att "vänta och se" inte är stort och att strategin förutsätter att det finns beredskap att snabbt tänka om ifall förutsättningarna ändras.

När det gäller penningpolitiken framöver menade Jansson att det är viktigt att notera att det inte går att begära att det ska vara en spikrak resa där varje inflationsutfall följer

Riksbankens prognos exakt. Penningpolitiken kan inte styra inflationen på tiondelen när och det är troligt att utvecklingen framöver kommer att präglas av vissa bakslag, särskilt eftersom energipriserna just nu är så volatila. Det som är avgörande är alltså inte att Riksbankens prognos infrias på decimalen exakt utan att den uppåtgående trenden i inflationen kan upprätthållas.

Fram till hösten nästa år räknar Riksbanken nu med att energipriserna kommer att dämpa inflationen lite mer än tidigare väntat men därefter gäller det omvända. Eftersom energiprisutvecklingen i dagsläget är extremt slagig och svårbedömd kan inflationen inklusive dessa priser framöver mycket väl bli både lite lägre eller lite högre än vad den aktuella prognosen förutspår. Det är under rådande omständigheter därför i första hand inflationen exklusive energipriser som behöver fortsätta att uppvisa en uppåtgående trend. Om så sker finns också gott hopp om att inflationsförväntningarna fortsätter att utvecklas på ett positivt sätt. För KPIF-inflationen exklusive energipriser är prognosrevideringarna nu mycket små, påpekade Jansson.

Under vilka omständigheter skulle det framöver då kunna bli aktuellt att göra penningpolitiken mer expansiv och hur skulle det i så fall gå till, frågade sig Jansson. Som han ser det behöver man här skilja mellan två olika scenarier.

I det första scenariot får oron i omvärlden större effekter på aktörernas mer långsiktiga inflationsförväntningar och det blir därigenom svårare för Riksbanken att upprätthålla den uppåtgående inflationstrenden. Scenariot kanske innebär att den kinesiska ekonomin bromsar in något snabbare än väntat samtidigt som låg inflation under lång tid gör att olje- och råvaruprisfallen slår igenom mer på inflationsförväntningarna än de normalt borde. Utvecklingen kan tänkas påverka tajmingen i penningpolitiken hos både Federal Reserve och ECB. En starkare kronkurs skulle vid en sådan utveckling givetvis inte göra saker och ting lättare. Sammantaget förändras förutsättningarna för den svenska penningpolitiken en del men det handlar inte om att hela spelplanen kastas om. Jansson menade att det i ett sådant scenario kan vara tillräckligt att reagera med lägre räntor och utökade köp av värdepapper. Hur stora räntesänkningar som krävs och med hur mycket köpen av värdepapper behöver utökas skulle förstås bero på omständigheterna.

Det andra scenariot kännetecknas av liknande skeenden men här blir problemen tydligt större. Den kinesiska ekonomin kanske bromsar in mer påtagligt och spridningseffekterna till andra tillväxt- och utvecklingsekonomier blir omfattande. Både Federal Reserve och ECB kan då se ett behov av att mer rejält revidera sina planer för penningpolitiken. Kronan riskerar i så fall att utsättas för ett tydligt apprecieringstryck och flera faktorer bidrar till att pressa ned inflationsförväntningarna. Jansson trodde att det i detta scenario nog inte skulle vara tillräckligt att bara göra mer av samma sak utan ansåg att det i detta fall förmodligen krävs mer omfattande interventioner från Riksbankens sida. Utöver nya räntesänkningar och köp av värdepapper kan det då bli aktuellt att intervensera på

valutamarknaden och eventuellt också vidta åtgärder för att bidra till att överbygga likviditets- och finansieringssvårigheter för företag eller banker.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget att behålla reporäntan på  $-0,35$  procent och låta reporäntebanan vara i stort sett oförändrad. Han ansåg det vidare lämpligt att köpen av statsobligationer fortsätter som planerat i juli. Ingves uttryckte också att han delar beskrivningen av den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport.

Trots internationell oro under senare tid bedöms återhämtningen i omvärlden fortsätta. Tillväxten drivs främst av de utvecklade länderna och väntas bli mer dämpad i tillväxtländerna.

I USA förbättras arbetsmarknaden, konsumtionen är god och framtidstron optimistisk. Bedömningen är också att inflationen kommer att stiga mot två procent. Det bör bidra som draghjälp för andra länder. I euroområdet är återhämtningen långsammare och indikatorerna mer splittrade. Den akuta osäkerheten om Grekland är lägre men det kommer att ta lång tid att vända utvecklingen där. Precis som i juli räknar Riksbanken med en fortsatt måttlig tillväxt i euroområdet.

I Kina har en kraftig börsnedgång noterats efter en rejäl uppgång. Börsnedgången i sig bör inte bidra till en snabb inbromsning av ekonomin eftersom få hushåll äger aktier. En nedväxling av BNP-tillväxten är dessutom väntad. Men även en del realekonomiska indikatorer tyder på risker för en större försvagning. Det är dessutom svårt att bedöma tillförlitligheten i BNP-statistiken i Kina.

Utvecklingen i den kinesiska ekonomin har också bidragit till hög volatilitet på valuta- och aktiemarknaderna globalt och varit en av faktorerna bakom lägre råvarupriser. Det är främst valutorna i tillväxtländer som försvagats, särskilt i råvaruproducerande länder.

Ingves konstaterade att sammantaget är bilden av tillväxten i omvärlden ändå ganska lik den som presenterades i den penningpolitiska rapporten i juli. BNP-tillväxten i de länder som betyder mest för svensk export (KIX-viktat) är i stort sett densamma som i juli, även om länderbidragen är något ändrade.

Inflationen har stigit något under andra kvartalet i många av de länder Sverige handlar med. Främst beror det på att effekterna från det tidigare oljeprisfallet börjat klinga av. Nu har oljepriset fallit igen under sommaren och bidrar till att åter dämpa inflationen i omvärlden. Sammantaget är inflationen i omvärlden (KIX-viktat) något nedreviderad men bedöms stiga från  $1,1$  procent i år till  $2,4$  procent 2017.

Återhämtningen i omvärlden väntas fortsätta. Tillsammans med låga inhemska räntor bidrar det till att BNP-tillväxten i Sverige ökar snabbare än det historiska genomsnittet under prognosperioden.

Inflationen i Sverige mätt med KPI har varit låg av flera skäl. Varu- och tjänstepriser har utvecklats svagare än normalt under en period. Fallande energipriser har också dämpat inflationen och särskilt mycket under det senaste året. Även tidigare reporäntesänkningar har dämpat KPI.

Nu räknar Riksbanken med att inflationen kommer att öka. Inflationstrenden pekar uppåt. Olika mått på underliggande inflation har exempelvis stigit sedan slutet av förra året. Varu- och livsmedelspriserna ökar redan nu mer än sitt historiska genomsnitt. Tjänsteprisernas ökningstakt har närmat sig sin historiska genomsnittsökningstakt. Energiprisernas negativa bidrag till inflationen bedöms därtill minska framöver och kring årsskiftet bidra positivt till inflationen.

Prognosen för inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, är i princip oförändrad sedan julirapporten. Jämfört med julirapporten väntas energipriserna och hushållens räntekostnader utvecklas något svagare, vilket innebär att prognosen för inflationen mätt med KPIF och KPI är något nedjusterad. KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under 2016.

Ingves nämnde därefter några risker i bedömningen och den penningpolitiska avvägningen.

Den internationella oron på senare tid understryker att utvecklingen för BNP-tillväxten i omvärlden är svårbedömd. Tillväxtländer som återhämtade sig snabbast efter krisen växer nu litet långsammare, medan utvecklade länder som hade en trögare återhämtning växer litet bättre. Den svenska exporten tycks dock klara sig hyggligt oavsett denna ländervariation, enligt Ingves.

Till det kommer att den globala handelsvolymen minskade under första halvåret 2015. Den svenska exporten har dock inte dragits ned lika mycket som tillväxten i världshandeln har minskat på senare tid. Det ser ut som att ökade svenska exportmarknadsandelar motverkar nedgången av världshandeln. Sveriges bytesbalans fortsätter också att visa stora överskott. Men det finns en osäkerhet från omvärldsutvecklingen som det är viktigt att vara medveten om. Om den internationella och finansiella oron kring Kina och andra tillväxtländer fortsätter riskerar också tillväxten i Sverige att påverkas, sade Ingves. Det samma torde gälla om världshandeln varaktigt skulle stanna av.

Med fria kapitalrörelser påverkas dessutom handlingsutrymmet för den inhemska penningpolitiken av penningpolitiken i andra länder. För ungefär ett år sedan behövde Riksbanken göra penningpolitiken mer expansiv, bland annat som en följd av vad andra centralbanker gjorde och förväntades göra. Därefter har Riksbanken fortsatt att lätta på penningpolitiken och även infört okonventionella åtgärder. Men en grundläggande omvärldsfaktor för den inhemska penningpolitiken är fortfarande vad centralbankerna i de stora valutaområdena gör framöver. Om kronans växelkurs skulle stärkas tidigare och i snabbare takt än i prognosen riskerar det att dämpa inflationen. Det är därför viktigt att



bilden av Federal Reserves förväntade räntehöjningar klarnar, ansåg Ingves. Det är också viktigt att BNP-tillväxten i euroområdet förbättras så mycket att ECB:s penningpolitik kan återgå till något som mer liknar ett normalläge. Ingves noterade att det i ett historiskt perspektiv är remarkabelt att den svenska avkastningskurvan till en del är negativ och ligger under eller lika med den tyska. Det är ett enkelt mått på penningpolitikens expansivitet.

Ingves konstaterade att det även finns andra risker som är svåra att kvantifiera. Fortsatt fallande oljepriser innebär en risk för lägre inflation och inflationsförväntningar. Samtidigt gör oljeprisets volatilitet läget än mer svårbedömt.

Ingves uttryckte vidare att han tycker att inflationsbanan framöver ser rimlig ut, givet den penningpolitik som nu förs. Inflationstrenden i Sverige är stigande. Men det går inte att vara säker på att inflationen utvecklas enligt prognos. Det har rått hög internationell och finansiell oro på senare tid, och på marginalen kan man argumentera på många olika inte orimliga sätt. Det betyder att penningpolitiken befinner sig i ett slags vänteläge. Antingen utvecklas inflationen enligt prognosbanan. Då ligger policyplanen fast. Eller också blir inflationen lägre än prognos. Då behöver politiken läggas om. Möjligheten att göra räntepolitiken än mer expansiv finns fortfarande kvar. Riksbanken är inte heller vid vägs ände när det gäller att använda balansräkningen för penningpolitiska syften och det finns också en beredskap att agera mellan ordinarie penningpolitiska möten.

Slutligen ville Ingves upprepa vad som sagts vid tidigare tillfällen. När penningpolitiken är kraftigt expansiv och styrräntan negativ måste den kompletteras med makrotillsynsåtgärder. Den penningpolitiska avvägningen det senaste året har varit mycket svår. Men eftersom det är lättare för centralbanken att stimulera allmän efterfrågan, hålla ett öga på växelkursen och få upp inflationen så måste andra myndigheter fokusera på att dämpa bolånemarknaden. Om de inte kan göra det finns uppenbara risker för en mycket dålig utveckling i den svenska ekonomin längre fram.

Ingves noterade att det förs en diskussion utanför Riksbanken där man argumenterar för att Riksbanken också borde köpa bostadsobligationer. Mot bakgrund av att han många gånger hävdade att vi borde ha två räntor i Sverige med en högre ränta för bolånemarknaden sa Ingves att han inte tycker det är aktuellt att överväga köp av bostadsobligationer. Den marknaden borde snarare på ett eller annat sätt stramas åt givet de risker vi nu ser.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslagen att lämna reporäntan oförändrad och reporäntebanan i stort sett oförändrad.

Ohlsson konstaterade vidare att inflationstakten har bottnat och börjat stiga. Även om månadsmätningarna varierar en del är trenden tydlig. Det finns dock hot mot uppgången mot inflationsmålet. Internationell oro och den expansiva penningpolitik som den

europiska centralbanken bedriver kan riskera att medföra att den svenska kronan apprecierar.

Inflationsförväntningarna ligger också fortfarande under inflationsmålet på 2 procent. De senaste mätningarna kan tolkas som att inflationsförväntningarna har börjat stiga även om månadsmätningarna varierar en del. På fem års sikt låg den förväntade årliga inflationstakten bland aktörer på penningmarknaden på 1,8 procent i augusti, nära men under inflationsmålet. Det är önskvärt för trovärdigheten att förväntningarna rör sig upp mot målet. Detta talar för en fortsatt expansiv penningpolitik. Det är därför viktigt att fullfölja de planerade köpen av statsobligationer för att på så sätt öka inflationen och inflationsförväntningarna, framhöll Ohlsson. Däremot ansåg han inte att reporäntan i nuvarande ekonomiska läge bör sänkas ytterligare.

En fråga som man kan ställa sig, sade Ohlsson, är om vi börjar närma oss fullt resursutnyttjande i den svenska ekonomin. Som han ser det går det både att finna tecken som börjar tala för detta och tecken som talar emot. BNP-tillväxten är idag snabb och prognosen i den penningpolitiska rapporten är att BNP-tillväxten kommer att bli än snabbare under de kommande åren. Detta skulle kunna tala för att vi snabbt rör oss mot ett högt resursutnyttjande. Samtidigt är befolkningsökningen idag betydligt snabbare än vad den har varit tidigare. Detta gör att det blir än viktigare än tidigare att skilja mellan BNP-tillväxt och BNP-tillväxt per capita. Som framgår av den penningpolitiska rapporten är per capita-tillväxten mer modest och förväntas förbli så de kommande åren. Detta skulle kunna tala emot att vi snabbt går mot högt resursutnyttjande, menade Ohlsson.

Det finns även andra tecken på att det finns lediga resurser i den svenska ekonomin. Arbetslösheten ligger fortfarande kvar på en, enligt Ohlssons mening, hög nivå även om den har minskat under 2015. Enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) var arbetslösheten 6,5 procent (ej säsongrensad) i juli 2015. Detta kan jämföras med 7,1 procent samma månad ett år tidigare.

Visserligen ökar antalet sysselsatta men det gör också arbetskraften. Detta gör att arbetslösheten inte minskar så snabbt. Även här spelar den snabbare befolkningstillväxten en viktig roll. Med en snabb befolkningstillväxt blir det viktigare än tidigare att lyfta fram arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad för att förstå utvecklingen. Detta är något som görs i den penningpolitiska rapporten, konstaterade Ohlsson.

Samtidigt ansåg han att det finns flera tecken på arbetsmarknaden att de lediga resurserna kanske inte är så stora. Antalet vakanser som andel av arbetskraften idag är på samma nivå som före finanskrisen enligt SCB:s konjunkturstatistik över vakanser. Arbetsförmedlingens statistik visar att antalet kvarstående lediga platser idag är högre än

före finanskrisen. Till det kan läggas att Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar på en ökande brist på arbetskraft. Detta visar att det finns stora matchningsproblem på den svenska arbetsmarknaden. Hög arbetslöshet och ändå arbetskraftsbrist, sammanfattade Ohlsson.

Ett annat sätt är att se till situationen för medlemmarna i arbetslöshetskassorna som kan sägas ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. Enligt Arbetsförmedlingens statistik för juli 2015 var andelen öppet arbetslösa kassamedlemmar 2,6 procent. Motsvarande siffra samma månad ett år tidigare var 2,8 procent. Skillnaden mellan 2,6 procent arbetslösa bland kassamedlemmarna och 6,5 procent arbetslösa i hela arbetskraften säger också något om de stora skillnaderna som finns på svensk arbetsmarknad.

De förutsättningar för penningpolitiken som resursutnyttjandet idag och utsikterna vad gäller resursutnyttjandet de kommande åren ger motsvaras enligt Ohlssons mening väl av den aktuella banan för reporäntan.

Sammanfattningsvis ansåg Ohlsson att oförändrad reporänta, i stort sett oförändrad reporäntebana samt fullföljande av planerade köp av statsobligationer sammantaget är en väl avvägd expansiv penningpolitik i den situation som den svenska ekonomin nu befinner sig i. Ohlsson sade också att han ställer sig bakom den penningpolitiska rapporten.

### §3. Diskussion

Vice riksbankschef **Martin Flodén** förklarade att han ville säga några ord om sin syn på inflationsmålet och Riksbankens penningpolitiska strategi. Under de senaste månaderna har allt fler debattörer menat att Riksbanken borde ompröva inflationsmålet och byta strategi. Argumentationen varierar förstås från person till person men kan sammanfattas som att Riksbanken kan vara nöjd med den utveckling vi ser, det vill säga låg inflation och ganska god tillväxt. Därför borde Riksbanken antingen sänka inflationsmålet eller ha en större tolerans för att inflation ligger lägre än inflationsmålet under lång tid. Med ett lägre inflationsmål skulle Riksbanken, enligt dessa resonemang, omedelbart kunna höja reporäntan till positiva nivåer och på så sätt se till att hushåll och pensionsförvaltare får tillräcklig avkastning på sina investeringar. Detta i stället för att med minusränta locka dem till allt mer riskfyllda placeringar.

Flodén framhöll att det här är resonemang som han inte alls håller med om, även om han har full förståelse för att man tycker att penningpolitik med negativ ränta är ett märkligt fenomen. Den ekonomiska utveckling vi nu har, det vill säga låg inflation och ganska god tillväxt, är naturligtvis inte oberoende av den penningpolitik Riksbanken bedriver. Med en

stramare penningpolitik skulle inflationen bli ännu lägre och tillväxten svagare. Och om man därtill sänker inflationsmålet, antingen permanent eller tillfälligt, skulle inflationsförväntningarna sannolikt sjunka. Det skulle bidra till ännu lägre inflation och skulle även kunna medföra att de redan låga nominella långräntorna blev ännu lägre. Flodén kan därför inte se att en sådan förändring av den penningpolitiska strategin skulle medföra ett bättre ekonomiskt utfall.

Flodén noterade att hans resonemang givetvis förutsätter att den nuvarande penningpolitiska strategin bidrar till ett högre inflationstryck. I annat fall vore det förstået omotiverat att sänka räntan till negativa nivåer och köpa stora volymer statsobligationer. Han påpekade att han redan nämnt flera indikationer på att penningpolitiken verkligen fungerar och har bidragit till högre underliggande inflation. Det är också viktigt att notera att den negativa räntan och tillgångsköpen ännu inte verkar ge upphov till några tydliga störningar på marknaderna. Negativ ränta är främst ett fenomen på vissa finansiella marknader där aktörerna är specialister som ser att det mesta fungerar på samma sätt som när räntan är positiv. Hushållen kan läsa om negativa räntor i tidningen men har, liksom tidigare, nollränta på lönekontot och positiv ränta på bolånen. Det har därför inte funnits anledning för dem att reagera på ett nytt sätt efter den senaste tidens räntesänkningar. Till exempel har efterfrågan på kontanter inte ökat. Och enligt Riksbankens bedömning har de ganska omfattande köpen av statsobligationer inte medfört en försämrad likviditet på marknaden. Det finns aktörer som påverkas negativt av ett lågt ränteläge, till exempel pensionsförvaltare som har utlovat en viss lägsta nominell avkastning. Men deras problem är främst att långräntorna är låga, något som förklaras av låga förväntningar på framtida inflation och tillväxt. Syftet med den förda penningpolitiken är ju att höja inflationen och inflationsförväntningarna samt att bidra till en god tillväxt, vilket då också medför högre långräntor. Ett lägre inflationsmål eller en stramare penningpolitik skulle inte på något sätt gynna dessa aktörer.

Det tydligaste problem som Flodén ser med den låga reporäntan är att hushållens skuldsättning ökar allt mer och att det kanske sker med orimliga förväntningar på det framtida ränteläget. Med hänvisning till vad Ingves och af Jochnick just sagt och en stor mängd tidigare uttalanden från Riksbankens håll, så underströk Flodén att detta dock är ett problem som kan och ska hanteras med makrotillsynsåtgärder av regering, riksdag och andra myndigheter.

Vice riksbankschef **Per Jansson** noterade att han av utrymmesskäl i sitt tidigare inlägg inte tog upp problemen på den svenska bostadsmarknaden och med hushållens skulder. Han ville därför understryka att han delar den syn som af Jochnick och Ingves gett uttryck för på det här området. I data framgår tydligt att problemen blir värre och då är det naturligtvis problematiskt att det tar så lång tid att fatta beslut om åtgärder för att motverka riskerna, sade Jansson.

Han ville också passa på att säga att det finns ett växande behov av att kartlägga och analysera andra typer av finansiella obalanser som kan uppstå till följd av den extremt expansiva penningpolitiken. Det är en viktig uppgift för både Riksbanken och Finansinspektionen framöver.

Avslutningsvis ville Jansson påpeka att han även håller med Flodén om mycket som han just sagt. Spretigheten i synpunkterna på penningpolitiken – till exempel vill somliga sänka inflationsmålet medan andra vill höja det – är i sig en indikator på att det nu är för tidigt att dra slutsatser och göra förändringar. Överhuvudtaget så menade han att vi i Sverige behöver vårda våra viktiga 1990-talsreformer. Det gäller kanske framförallt reformerna av penningpolitiken, finanspolitiken och lönebildningen. Det är uppenbart att dessa reformer spelar stor roll när det gäller att förklara varför Sverige klarat sig mycket bättre än många andra länder under finanskrisen och åren därefter. Jansson tyckte att man då gör klokt i att gå fram försiktigt med förändringar, så att man inte "kastar ut barnet med badvattnet".

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

Den expansiva penningpolitiken i Sverige har bidragit till att konjunkturen stärks, att läget på arbetsmarknaden förbättras och att det finns en tydlig trend uppåt i inflationen sedan förra hösten.

I omvärlden fortsätter återhämtningen. Men utvecklingen där omges fortfarande av stor osäkerhet med prisfall på olja och stora rörelser på aktie- och valutamarknaderna.

Lägre energipriser till följd av fallet i oljepriset medför att KPIF-inflationen är nedreviderad den närmaste tiden men inflationen bedöms ändå stiga tydligt och prognosen för KPIF exklusive energi är i princip oförändrad sedan bedömningen i juli.

På det hela taget har utvecklingen i Sverige och i omvärlden varit i linje med bedömningen i juli och revideringarna i prognosen är sammantaget små.

Direktionen var därför enig om att lämna reporäntan oförändrad på -0,35 procent och att fortsätta att köpa statsobligationer till årets slut enligt den plan direktionen beslutade om i juli.

Givet den osäkerhet som omger utvecklingen i omvärlden var direktionen också enig om att Riksbanken behöver ha en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om utsikterna för inflationen skulle försämrats.

Genom att föra en fortsatt mycket expansiv penningpolitik ger Riksbanken stöd åt den positiva utvecklingen i svensk ekonomi så att KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under nästa år.

Vid mötet diskuterades även utvecklingen i Kina och andra tillväxtekonomier samt risken för att ett volatilt oljepris påverkar inflationsbedömningen. Det noterades på olika sätt att kronans utveckling fortsätter att vara viktig. Flera direktionsledamöter diskuterade också utrymmet för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Slutligen betonade flera direktionsledamöter att det finns ett stort behov av att skyndsamt hantera mandat och verktyg inom makrotillsynsområdet.

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

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 3 september 2015 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på –0,35 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen 9 september 2015,
- att torsdagen den 3 september 2015 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 16 september 2015 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Lena Eriksson

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley