



Penningpolitiskt protokoll

Oktober 2015

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 27 oktober beslutade Riksbankens direktion att under första halvåret 2016 köpa ytterligare statsobligationer till ett värde av 65 miljarder kronor. Reporäntan lämnades oförändrad på -0,35 procent men en första höjning av reporäntan sköts ungefär ett halvår fram i tiden och beräknades nu ske först under första halvåret 2017. 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.

Den expansiva penningpolitiken Riksbanken bedriver bidrar till att konjunkturen stärks och att det finns en tydlig trend uppåt i inflationen sedan förra året. Samtidigt råder dock fortsatt stor osäkerhet om styrkan i den globala konjunkturen och om penningpolitiken i vår omvärld. Men det mesta tyder på att den expansiva penningpolitiken kommer att fortsätta en längre tid. Det måste Riksbanken ta hänsyn till.

Jämfört med prognosen i september väntas inflationen bli lite lägre 2016 och 2017. Men KPIF-inflationen väntas ändå vara nära 2 procent 2016. Utan ytterligare åtgärder från Riksbanken riskerar inflationsuppgången att dämpas, bland annat genom att kronan stärks tidigare och snabbare än i prognosen. För att understödja den positiva utvecklingen i svensk ekonomi och säkerställa kraften i inflationsuppgång behöver penningpolitiken bli något mer expansiv.

Direktionen är enig om att utöka köpen av statsobligationer med 65 miljarder kronor under första halvåret 2016. Direktionen är också enig om att lämna reporäntan oförändrad på -0,35 procent samt att skjuta på en första höjning av reporäntan ungefär ett halvår fram i tiden i förhållande till bedömningen i september.

Det finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsutsikterna försämras, till exempel om växelkursen stärks snabbare än vad Riksbanken räknat med. Här diskuterade flera ledamöter olika tänkbara åtgärder, såsom köp av andra värdepapper och valutainterventioner. Den förda penningpolitiken syftar till att begränsa riskerna med fortsatt låg inflation och på så vis värna inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Flera ledamöter kommenterade också den pågående diskussionen kring inflationsmålet. Slutligen underströk flera direktionsledamöter återigen att det finns ett stort behov av att skyndsamt förtydliga mandat och verktyg inom makrotillsynsområdet och att vidta åtgärder för att hantera riskerna på bostadsmarknaden och med hushållens skulder.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 5

DATUM: 2015-10-27
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

- NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Martin Flodén
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley
- Susanne Eberstein, fullmäktiges
ordförande
Michael Lundholm, fullmäktiges vice
ordförande
- Mattias Ankarhem
Sophie Brauner
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Kerstin Hallsten
Jens Iversen
Ola Melander
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christoffer Nordenlöw (§ 1-3A)
Christina Nyman
Maria Sjödin
Lena Strömberg (§ 1-3A)
Ulf Söderström
Sara Tägtström

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

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Christoffer Nordenlöw från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i september har volatiliteten minskat men är alltså kvar på en relativt hög nivå. Aktiemarknaderna har till stor del återhämtat sig efter de kraftiga nedgångarna i augusti.

Efter att Federal Reserve avstod från att höja sin styrränta i september har förväntningarna att låga räntor kommer bestå under en längre tid ökat. Marknaderna har också tolkat den senaste kommunikationen från ECB som en tydlig signal om att ytterligare stimulanser är att vänta i december. Långa statsobligationsräntor i omvärlden har därmed fallit. I Sverige har rörelserna på räntemarknaden varit mindre. De svenska räntorna har stigit något efter förväntningar om att Riksgälden kommer att öka sin upplåning.

Förväntningar om en mer expansiv penningpolitik från ECB har tillsammans med en appreciering av kronan under september och inledningen av oktober bidragit till att en majoritet av analytikerna förväntar sig ytterligare stimulanser från Riksbanken innan årsskiftet, en del redan vid dagens möte. Det har fått kronan att försvagas den senaste tiden. I konkurrensvägda termer är kronan nu tillbaka på den nivå som prognostiserades i september efter att ha utvecklats något starkare tidigare.

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 14 och 15 oktober samt den 19 oktober. På ett möte med direktionen den 21 oktober bordlades utkastet till penningpolitisk rapport. Direktionen hade därefter ett avstämningsmöte den 26 oktober.

Återhämtningen i den globala konjunkturen fortsätter, vilket är en viktig förutsättning för svensk ekonomi. Osäkerheten är dock fortsatt stor och tillväxten bedöms bli något svagare framöver jämfört med prognosen i september. Osäkerheten i kombination med något svagare inflationsutsikter gör att penningpolitiken i omvärlden bedöms bli något mer expansiv under prognosperioden.

Svensk ekonomi väntas fortsätta växa i god takt de närmaste åren och BNP-tillväxten är något starkare än sitt historiska genomsnitt. Det är för tidigt att bedöma vilka makroekonomiska effekter den allra senaste tidens kraftigt stigande asylinvandring för med sig. Riksbanken följer dock utvecklingen noga och prognoserna kommer successivt att revideras i takt med att mer information tillkommer.

Arbetsmarknadsläget i Sverige har fortsatt att förbättras och arbetslösheten minskade till 7,2 procent det tredje kvartalet, vilket är lägre än prognosen i september. Det är drivet av en stark sysselsättningsutveckling samtidigt som arbetskraften i stort sett varit

oförändrad. Nedgången i arbetslöshet väntas bromsa upp något under fjärde kvartalet i år för att därefter långsamt sjunka ned mot en nivå strax under 7 procent mot slutet av prognosperioden.

Inflationen väntas bli något lägre 2016 och 2017 jämfört med prognosen i september. Det beror på sämre inflationsutsikter i omvärlden men också på en ny bedömning att det krävs en något starkare efterfrågan för att stabilisera inflationen runt 2 procent när de positiva bidragen till inflationen från växelkursen dämpas. Inflationen har fortsatt att stiga om än i en ojämn takt. KPI-inflationen var strax över 0 procent i september, men rensat för nedgången i räntekostnaderna i egnahem, dvs. KPIF, var inflationen 1,0 procent. Rensat för energipriserna var inflationen 1,8 procent. Inflationen väntas fortsätta stiga i takt med att återhämtningen fortskrider i Sverige och omvärlden. En viktig förutsättning är att kronan inte stärks för snabbt och för mycket. I prognoserna väntas kronan ligga kvar på nuvarande nivåer en tid innan den stärks i långsam takt.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är betingade på att köpen av statsobligationer utökas med ytterligare 65 miljarder kronor så att köpen uppgår till totalt 200 miljarder kronor vid halvårsskiftet 2016. Reporäntan behålls oförändrad på -0,35 procent men en första höjning av reporäntan skjuts ungefär ett halvår fram i tiden jämfört med tidigare bedömning.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget till penningpolitiskt beslut, utkastet till den penningpolitiska rapporten och den prognos som ligger i rapportutkastet.

Han ville först påminna om en viktig utgångspunkt inför dagens penningpolitiska beslut, nämligen att inflationen har varit låg under en lång tid. Under de senaste fem åren har inflationen i genomsnitt varit 0,8 procent mätt med KPI, 1,0 procent när effekterna av lägre boräntor rensas bort och 1,0 procent när dessutom energipriserna rensas bort. Att inflationen har varit lägre än inflationsmålet under lång tid ger upphov till problem och risker. En risk är att aktörer i ekonomin har ställt in sig på att inflationen ska bli två procent när de har satt priser, ingått löneavtal eller tagit lån med fast ränta. En inflation som blir lägre än förväntat kan då ge upphov till en obalanserad utveckling i ekonomin.

En relaterad risk är att aktörer i ekonomin på annat sätt inrättat rutiner som bygger på en viss genomsnittlig inflation. Som exempel nämnde Flodén pensions- och försäkringsbolag som garanterar en viss genomsnittlig nominell avkastning eller banker och andra företag där ägare förväntar sig en viss nominell avkastning på eget kapital. Om inflationen blir lägre än planerat blir det svårare att generera en fortsatt hög nominell avkastning utan att samtidigt öka risknivån i placeringarna. Det gäller särskilt om inflationsförväntningarna sjunker så att långräntorna pressas ner, sade Flodén.

En tredje risk som Flodén nämnde är att långvarigt låg inflation medför att förtroendet för inflationsmålet försvagas. Det kan medföra en sämre fungerande pris- och lönebildning vilket i förlängningen kan leda till lägre sysselsättning och ekonomisk aktivitet. Dessutom medför en pris- och lönebildning som inte ligger i linje med inflationsmålet, att det blir svårare för penningpolitiken att styra inflationen mot målet. Penningpolitiken behöver då agera mer kraftfullt och vara mer inriktad på just inflationsutvecklingen. Möjligheterna att bedriva en flexibel penningpolitik, som tar hänsyn till annat än inflationen, blir alltså mer begränsade om förtroendet för målet är svagt och inflationsförväntningarna inte ligger i linje med målet menar Flodén.

Den långvarigt låga inflationen är alltså en viktig utgångspunkt för dagens penningpolitiska möte. Flodén tycker därför att det var bra att vi den senaste tiden har sett en uppåtgående trend i inflationen. Det gäller främst den underliggande inflationen, som nu är nära två procent. När effekterna av fallande energipriser klingar av de kommande månaderna väntas också en tydlig uppgång i andra inflationsmått. Att inflationen rör sig uppåt i linje med Riksbankens prognos stärker bilden av att den senaste tidens expansiva penningpolitik får avsedd effekt.

Men det här kan ändå knappast beskrivas som en robust inflationsuppgång menar Flodén. En betydande del av inflationsuppgången just nu drivs av att växelkursen har försvagats de senaste åren, och efter årsskiftet tillkommer prisökningar på grund av höjda skatter. I viss mån kan det här bidra till en allmän inflationsuppgång om det uppstår spridningseffekter via relativpriser som anpassas eller om inflationsförväntningarna stiger som en följd av högre observerad inflation, men växelkursförsvagningen och skattehöjningarna leder förmodligen ändå främst till en tillfällig uppgång i inflationen. För att inflationsuppgången ska bli bestående behöver därför penningpolitiken förbli mycket expansiv enligt Flodén

Utvecklingen i den svenska ekonomin har, bortsett från den kraftigt ökade asylinvandringen, varit i linje med den prognos Riksbanken lade i samband med det förra penningpolitiska mötet. Den fortsatta osäkerheten kring utvecklingen i världsekonomin har däremot medfört att marknadens förväntningar på penningpolitiken i omvärlden har ändrats. ECB har signalerat att penningpolitiken där kan komma att bli ännu mer expansiv. Federal Reserve höjde inte sin styrränta i september och marknaden prissätter inte längre en höjning i år som särskilt sannolik. Och vissa andra centralbanker, till exempel Norges och Kinas, har nyligen sänkt sina styrräntor.

Den alltmer expansiva penningpolitiken i omvärlden och marknadens förväntningar om att det tar ännu längre tid innan utländska räntor börjar höjas till mer normala nivåer får förstås implikationer för den svenska växelkursen och därmed för det svenska inflationstrycket och den svenska penningpolitiken. Eftersom inflationsförväntningarna är relativt låga och förtroendet för inflationsmålet är försvagat efter flera år med låg inflation anser Flodén att det inte går att räkna med att inflationen av egen kraft fortsätter

att stiga mot målet. Om kronan stärks alltför mycket på kort sikt finns det en påtaglig risk att inflationsuppgången i stället stannar av eller vänder nedåt.

För att motverka en sådan utveckling kommer penningpolitiken även i Sverige att behöva förbli mycket expansiv under längre tid än vad vi bedömde vid det förra penningpolitiska mötet. Flodén ställer sig därför bakom förslaget att förlänga programmet för statsobligationsköp och att skjuta en första prognostiserad höjning av reporäntan framåt i tiden.

Flodén påpekade att det inte är säkert att dessa åtgärder kommer att vara tillräckliga för att upprätthålla den uppåtgående trenden i inflationen. Han tycker därför att det är berättigat att fråga om inte även reporäntan borde sänkas idag. Han tycker inte det utan ställer sig bakom beslutet att lämna reporäntan oförändrad på $-0,35$ procent. Ett skäl till att han inte förespråkar en räntesänkning är att reporäntan är på en historiskt låg nivå och att det är osäkert vilka effekter ytterligare sänkningar får. Hans bedömning är fortfarande att reporäntan kan sänkas åtminstone ett steg till och få ett meningsfullt positivt genomslag på inflationen. Men att vi är nära räntans nedre gräns gör ändå att det krävs ganska starka skäl för att ta fortsatta steg nedåt, menar Flodén. Och i dagsläget ser han inte skälen för att sänka räntan som starka. Han framhöll att de utvecklingar han har diskuterat idag handlar mest om fortsatt osäkerhet kring omvärldsutvecklingen och förväntningar på att omvärldens penningpolitik förblir expansiv under längre tid. Den lämpliga responsen tycker han då är att planera för en längre tid med expansiv svensk penningpolitik och att även ha en beredskap att i närtid göra penningpolitiken ännu mer expansiv om förutsättningarna för inflationsutvecklingen försämras.

Om penningpolitiken behöver bli mer expansiv i närtid tycker Flodén att en räntesänkning ligger nära till hands. Därmed inte sagt att han utesluter att någon annan åtgärd skulle kunna bli aktuell. Riksbanken utvärderar naturligtvis vilka effekter de penningpolitiska verktygen har fått, vidare analyserar Riksbanken hur ytterligare räntesänkningar och tillgångsköp skulle fungera samt även andra tänkbara verktyg. Sådana utvärderingar och analyser uppdateras löpande och dessutom kan de respektive verktygens lämplighet bero på den marknadsutveckling som leder fram till ett behov av en mer expansiv penningpolitik. Det finns därför ingen anledning att i förväg låsa fast sig vid något specifikt verktyg, anser Flodén.

Av hans resonemang idag framgår att han ser nedåtrisker för Riksbankens inflationsprognos. Så har det varit länge. Men han tycker att det nu även går att peka på en del utvecklingar som kan göra att inflationen stiger snabbare än i vår prognos. En möjlighet är att uppgången i underliggande inflation blir större än förväntat och via stigande inflationsförväntningar underlättar för företag med ett uppdämt behov att höja priserna mer än i vår prognos. Även den kraftigt ökade asylinvandring skulle kunna leda till detta. Det är svårt att i nuläget kvantifiera de makroekonomiska effekterna av det ökade antalet asylsökande, och prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport tar därför

inte hänsyn till detta. Men på kort sikt är det troligt att aktiviteter kopplade till mottagandet av asylsökande bidrar till ökad efterfrågan och högre resursutnyttjande i ekonomin, och det kan då medföra en viss uppgång i inflationen. Flodén underströk att en snabbare inflationsuppgång skulle vara välkommen och behöver inte medföra att penningpolitiken görs mindre expansiv.

Hushållens skuldsättning och de snabbt stigande bostadspriserna utgör ju ett återkommande tema i direktionens diskussioner. Det här är risker som måste hanteras, men det behövs då riktade makrotillsynsåtgärder eller finanspolitiska åtgärder för att dämpa utvecklingen på bolånemarknaden och mer grundläggande reformer på bostadsmarknaden för att skapa en bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Som Flodén redan påpekat bidrar det låga ränteläget till att riskerna byggs upp, men det betyder inte att en mindre expansiv penningpolitik skulle medföra att riskerna dämpas. För att ränteläget ska stiga till mer normala nivåer behövs högre realräntor i världsekonomin och högre inflation och inflationsförväntningar i den svenska ekonomin. Världsekonomin utveckling kan vi inte göra mycket åt i Sverige, men inflationen och inflationsförväntningarna kan vi få upp med hjälp av en expansiv penningpolitik sade Flodén avslutningsvis.

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 stödjer förslaget att köpa ytterligare statsobligationer till ett värde av 65 miljarder kronor under första halvåret 2016 och att skjuta första höjningen av reporäntan på framtiden så att höjningar inleds först under första halvåret 2017.

Hon stödjer också förslaget att besluta att idag hålla reporäntan oförändrad.

af Jochnick noterar att utvecklingen i den globala konjunkturen fortsätter att förbättras samtidigt som det råder osäkerhet på en rad områden om hur stark tillväxten kommer att bli och hur snabbt inflationen kommer att stiga.

Riksbankens prognoser för omvärldens tillväxt är marginellt nedreviderad och är i linje med internationella bedömares prognoser. Den samlade bilden av ekonomin i omvärlden är ungefär densamma som vid det penningpolitiska mötet i september men det faktum att det råder osäkerhet om styrkan i tillväxten i flera stora ekonomier tycks ha en återhållande effekt på tillväxt och inflation.

Liksom vid det penningpolitiska mötet i september vill hon understryka hur viktig utvecklingen i USA är för bedömningen av den framtida konjunkturutvecklingen. Så länge det finns osäkerhet om den amerikanska ekonomins utveckling och inflationsuppgångens styrka så kommer den amerikanska centralbanken noga behöva tänka igenom lämplig tidpunkt för en första höjning av styrräntan. Den ekonomiska utvecklingen i Kina utgör

också en stor osäkerhetsfaktor i den globala ekonomin. Det är svårt att bedöma hur den pågående ombalanseringen påverkar den underliggande styrkan i Kinas ekonomi. Men de stimulansåtgärder som vidtagits talar för en gradvis inbromsning i linje med Riksbankens prognos.

Utvecklingen i Europa är fortsatt svag även om många indikatorer pekar på en starkare tillväxt. Den svaga utvecklingen innebär att Europa är sårbart för oförutsedda händelser. Som framgår av utkastet till den penningpolitiska rapporten är det ännu inte möjligt att överblicka de makroekonomiska effekterna av den omfattande flyktinginvandringen som nu sker till Europa. Det är ännu för tidigt att siffrasätta effekterna på europeisk och svensk tillväxt. Kortsiktigt står Europa inför mycket stora utmaningar att kunna ta om hand flyktingarna på ett bra sätt. Den stora invandringen kan sannolikt långsiktigt bidra till tillväxt och välfärd men i det korta perspektivet har Sverige tillsammans med övriga länder i Europa många utmaningar att hantera. Att integrera nyanlända till Sverige på ett bra sätt så att de över tiden ska kunna bidra till en god tillväxt är angeläget.

När det gäller svensk ekonomi är af Jochnicks bedömning att den expansiva penningpolitiken bidragit till en allt starkare tillväxt och att den underliggande trenden för inflationen nu stiger. Inflationsprognosen för i år, mätt med KPIF exklusive energi, är i princip oförändrad på 1,4 procent sedan den penningpolitiska rapporten i juli och Riksbankens prognoser har varit träffsäkra de senaste månaderna.

Riksbanken har dock reviderat ned inflationsprognosen något för 2016 och 2017. Lite mer dämpade inflationsutsikter i omvärlden bidrar till det. Dessutom bedöms det nu behövas litet starkare inhemsk efterfrågan för att stabilisera inflationen runt 2 procent när de positiva inflationsimpulserna från växelkursen avtar. En central fråga är därför hur stark den underliggande inflationen är, anser af Jochnick.

Statistik över olika delar av KPI visar dock tydliga tecken på att inflationen är på väg upp. Bedömningen är att uppgången inte enbart är hänförlig till att kronan varit lågt värderad det senaste året. Inhemsk efterfrågan bidrar också till prisuppgången, vilket syns i stigande priser på tjänster och många inhemskt producerade livsmedel.

Bilden av att inflationen är på väg upp stöds också av Konjunkturinstitutets barometrar i september och oktober som redovisar att förväntningarna från handels sida innebär att en något högre andel än normalt räknar med att höja försäljningspriserna de närmaste månaderna. af Jochnick noterar att denna bedömning i viss utsträckning bekräftas av resultatet i Riksbankens egen företagsundersökning. Där är industrin alltjämt oroad över omvärldsutvecklingen och företag med exponering mot framförallt råvaruindustrin ser en dämpad prisutveckling framför sig. Handeln däremot förutser prishöjningar även om man är försiktig. Handeln har fått högre kostnader dels som en följd av dollarns förstärkning men också som en följd av ökade personalkostnader.

Sammanfattningsvis är det af Jochnicks bedömning att svensk ekonomi utvecklas allt bättre och att inflationen stiger mot målet. Osäkerhet kring styrkan i uppgången och om hur snabbt inflationen stiger finns kvar och som Riksbanken tidigare sagt så är låg inflation länge i sig en risk som kan påverka de långsiktiga inflationsförväntningarna negativt.

I af Jochnicks bedömning av hur expansiv penningpolitiken behöver vara har hon denna gång vägt in en något svagare omvärldsutveckling än i september. Inflationen globalt är fortsatt låg, samtidigt som penningpolitiken såväl i Sverige som i omvärlden är fortsatt mycket expansiv och ECB signalerade nyligen möjligheten att vidta ytterligare åtgärder.

Så länge som ECB bedriver en mycket expansiv penningpolitik med stora tillgångsköp varje månad kommer det råda extra stor osäkerhet om kronans utveckling, menar af Jochnick. Hennes bedömning är att Riksbankens statspappersköp bidragit till en stabil utveckling av kronan så här långt och hon bedömer det rimligt att köpen fortsätter under första halvåret 2016. En alltför snabb förstärkning av kronan skulle göra det svårare att stabilisera inflationen runt 2 procent under kommande år.

af Jochnick underströk att om inflationsutsikterna försämras ytterligare så måste Riksbanken ha fortsatt beredskap för att göra penningpolitiken mer expansiv.

Hon vill slutligen ännu en gång uttrycka 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 fortsätter att öka i en snabbare takt. Hon påpekade också att IMF lyfte dessa områden i september efter den senaste artikel IV-konsultationen och pekar på behovet av reformering.¹

af Jochnick refererade sedan till det senaste numret av Riksbankens tidskrift Penning- och valutapolitik där det finns ytterligare analyser av såväl problemen på bostadsmarknaden som samspelet mellan penningpolitik och makrotillsyn.² Slutsatserna från dessa artiklar och IMF:s artikel IV-konsultation förstärker de slutsatser Riksbanken tidigare dragit att bostadsmarknadens utbudsproblem är flerdimensionellt och bör åtgärdas såväl genom effektivare utnyttjande av det befintliga beståndet som ett ökat byggande. Dessutom visar artikeln i Penning- och valutapolitik att flera forskningsrön bekräftar att verktyg riktade mot specifika sektorer i ekonomin är mer effektiva än penningpolitiken för att motverka finansiella obalanser. Riktade åtgärder är också mer effektiva än generella kapitalpåslag på bankerna.

¹ Se <http://www.imf.org/external/np/ms/2015/092915.htm>

² Guibourg, G, Jonsson, M, Lagerwall, B och C Nilsson, "Makrotillsyn – effekterna på ekonomin och interaktionen med penningpolitiken" samt Emanuelsson, R, "Utbudet av bostäder i Sverige" i Penning- och valutapolitik 2015:2, Riksbanken.

Den pågående prisutvecklingen på bostadsmarknaden i vissa delar av Sverige är alarmerande och det är därför av yttersta vikt att bostadsmarknaden reformeras för att fungera bättre, menar af Jochnick. Därtill det finns det ett behov av att stärka Finansinspektionens mandat för makrotillsyn och ge myndigheten tillräckliga möjligheter att motverka finansiella obalanser.

Sammanfattningsvis går det ur penningpolitisk synvinkel ganska bra för Sverige och inflationen är på väg upp, sade af Jochnick. Hon underströk dock att problemen på bostadsmarknaden och riskerna med hushållens skuldsättning riskerar att längre fram bli en hämsko på svensk ekonomi. Flyktinginvandringen utgör därtill en stor utmaning för regering, riksdag och ett antal myndigheter, menade hon.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att Riksbankens expansiva penningpolitik fortsätter att ha effekt. Vid det penningpolitiska mötet i september kunde vi konstatera att den trendmässiga ökningen i inflationen som pågått sedan början av 2014 hade fortsatt, sade han. Vi kunde då glädja oss åt att inflationen i juli mätt med KPIF och KPIF exklusive energipriser uppgick till 0,94 respektive 1,54 procent. Det senaste inflationsutfallet för september visar att utvecklingen håller i sig. För KPIF-inflationen hamnade utfallet på 1,00 procent. Rensat för de volatila energipriserna var utfallet hela 1,81 procent. Man får nu gå tillbaka till juni 2010 för att hitta en lika hög inflationssiffra.

Jansson fortsatte med att påpeka att Riksbankens kortsiktiga inflationsprognoser har uppvisat god träffsäkerhet de senaste månaderna och varit bättre än marknadens prognoser. Det är särskilt anmärkningsvärt menar han eftersom marknaden uppdaterar sina kortsiktiga inflationsprognoser löpande, så att de har en kraftig informationsfördel jämfört med Riksbankens bedömningar. Även om detta förstås inte betyder att Riksbanken nu alltid kommer att göra bättre prognoser än marknaden är det mycket tillfredsställande att vårt arbete med att förbättra vår prognosförmåga ser ut att börja ge resultat, sade han.

Att penningpolitiken biter understryks också av inflationsförväntningarnas utveckling, framhöll Jansson. Förväntningarna på inflationen om ett och två år har under året stigit successivt för de flesta grupperna som ingår i enkätundersökningarna.³ Vad gäller de mer långsiktiga inflationsförväntningarna befästs intrycket att den nedåtgående trenden nu är hejdad. Förväntningarna ligger fortfarande några tiondelar av en procentenhet under 2 procent men det finns inte längre någon trend nedåt i förtroendet för att Riksbanken så småningom ska klara sitt inflationsmål. Han betonade att detta är mycket viktigt och något ökar möjligheterna att i penningpolitiken "se igenom" variationer i energipriser och andra mer tillfälliga effekter på inflationen.

³ Enligt TNS Sifo Prospera, se <http://www.prospera.se/inflation-expectations/>.

Jansson konstaterade sammantaget att inflationsbilden alltså fortsätter att förbättras. Ändå delar han bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport att Riksbanken på dagens möte bör fatta beslut om att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Han framhöll att skälen till detta utvecklas på ett bra sätt i rapportutkastet men att han ändå vill lyfta några aspekter som för honom är särskilt betydelsefulla.

En sådan aspekt är att kronans växelkurs under senare tid har präglats av ganska stora svängningar. För cirka två veckor sedan låg kronans växelkurs mot den amerikanska dollarn lite lägre än 8:10 samtidigt som växelkursen mot euron var en bra bit under 9:30. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten från september var kronkursen i KIX-termer då knappt 3 procent starkare än väntat. Idag ligger KIX nära prognosen från september och växelkursen mot dollarn och euron uppgår till cirka 8:50 respektive 9:40.

Det är nog ingen vågad gissning att kronans utveckling sedan en tid tillbaka mycket beror på Riksbankens, Federal Reserves och ECB:s penningpolitiska beslut och kommunikation. Federal Reserves beslut i september att avvakta med att höja räntan och ECB:s signaler nyligen om att det kan bli aktuellt med ytterligare lättnader är förstås inget som Riksbanken kan bortse från. Som vi sagt många gånger nu skulle en snabb kronförstärkning skapa allvarliga risker för inflationsuppgången, resonerade Jansson.

Den svenska inflationen har varit låg länge och de mer långsiktiga inflationsförväntningarna har fallit trendmässigt under flera år. Det gör att det nu finns ett stort behov av att övergångsvis med växelkursens hjälp åstadkomma en stigande inflation, i väntan på att den inhemska kostnads- och konjunkturutvecklingen på ett mer normalt sätt ska återspeglas i inflationen och göra uppgången hållbar. Om inflationen fortsätter att vara för låg finns det en risk för att förtroendet för inflationsmålet på nytt börjar falla, illustrerat av nya nedgångar i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna. Det skulle allvarligt försvåra de kommande löneförhandlingarna och sammantaget därmed ordentligt försämra förutsättningarna för Riksbanken att klara inflationsmålet i ett rimligt tidsperspektiv.

Ett viktigt syfte enligt Jansson med att idag göra penningpolitiken mer expansiv är mot den här bakgrunden att motverka att kronan stärks alltför snabbt och tydligt visa att Riksbanken, när det gäller att försvara inflationsmålet, inte på långa vägar har kastat in handduken, så som somliga spekulerat kring. Han påpekade i sammanhanget att han tills för ett par veckor sedan var helt inne på att Riksbanken vid dagens möte också skulle behöva sänka reporäntan ytterligare ett steg. Försvagningen av kronan sedan dess gör dock att han nu delar bedömningen om att ytterligare köp av statsobligationer i kombination med en senareläggning av den första räntehöjningen utgör ett välavvägt sätt att åstadkomma en mer expansiv penningpolitik vid detta beslutstillfälle.

Detta sagt är kronans utveckling sedan det förra penningpolitiska mötet i början av september på nytt ett tydligt exempel på att förutsättningarna kan ändras mycket snabbt,

anförde Jansson. Därför är det viktigt och bra att vi i den penningpolitiska rapporten fortsätter att vara mycket tydliga med att vi har en hög beredskap att sänka reporäntan ytterligare, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena.

Han påminde sedan om att han vid det föregående penningpolitiska mötet beskrivit ett par scenarier som skulle kunna skapa ett behov av ytterligare penningpolitiska lättnader i Sverige.⁴ En bärande tanke i dessa scenarier var att oron i omvärlden skulle börja dämpa den ekonomiska aktiviteten mer än väntat och i förlängningen framkalla förändringar i penningpolitiken hos både Federal Reserve och ECB. Även om den ekonomiska aktiviteten hittills inte ser ut att ha dämpats i någon större omfattning har osäkerheten varit tillräcklig för att bidra till att både Federal Reserve och ECB ändrat sin kommunikation, vilket av många tolkats som att de börjat revidera sina penningpolitiska planer. Detta tillsammans med att Riksbanken nu gör en ny bedömning om att det krävs en något starkare svensk efterfrågan för att stabilisera inflationen runt 2 procent när de positiva bidragen till inflationen från växelkursen dämpas, utgör tillräckliga skäl för att ställa sig bakom den mer expansiva penningpolitiken som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport, anser Jansson.

Vad ska man då tro om utvecklingen framöver? Det är uppenbart att det finns gott om risker som kan ändra förutsättningarna för penningpolitiken på ett ganska dramatiskt sätt. De risker som är av störst relevans är förstås de som kan väntas påverka inflationen och inflationsförväntningarna på ett tydligt sätt, sade Jansson. Att kronan stärks alltför snabbt är en sådan risk, som han redan varit inne på. På ett mer allmänt plan fortsätter scenarierna han diskuterade på det penningpolitiska mötet i september att vara relevanta. Att den kinesiska ekonomin bromsar in ganska rejält och det uppstår stora spridningseffekter globalt är fortfarande tänkbart, om än kanske inte ett omedelbart hot. Den största risken på kort sikt är förmodligen att Federal Reserve och ECB ytterligare reviderar sina penningpolitiska planer åt det expansiva hållet vilket kan leda till ett kraftigt apprecieringstryck för kronan.

Jansson avslutade med att kommentera den senaste tidens kraftigt ökade asylinvandring till Sverige. Det skapar betydande utmaningar och ett behov av att vidta olika åtgärder för att underlätta för de nyanlända att få fotfäste i det svenska samhället. Men om dessa människor lyckas etablera sig på den svenska arbetsmarknaden finns på lite sikt en stor tillväxtpotential. I sammanhanget kan betydelsen av en väl fungerande bostadsmarknad knappast överdrivas. När det gäller mer kortsiktiga effekter på makroekonomin behöver Riksbanken och andra bedömare arbeta vidare med sina analyser och kvantifieringar, anser Jansson. Det är dock självklart att detta inte i första hand är en penningpolitisk fråga. Att det skulle leda till att inflationen skenar iväg är definitivt inget som oroar

⁴ Se Penningpolitiskt protokoll september 2015, sid 11-12.

honom i dagsläget. Och om inflationen nu skulle bli lite högre än väntat är det ju i princip bara bra, menar han, med tanke på de svårigheter som funnits att få inflationen att stiga.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att förklara att hon ställer sig bakom analysen, prognoserna och förslagen till penningpolitiskt beslut som föreligger i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon noterar att svensk ekonomi fortsätter att utvecklas i linje med Riksbankens prognoser. Sedan septembermötet har två inflationsutfall inkommit som varit helt i linje med prognos. Det skulle kunna motivera en oförändrad reporänta vid dagens möte, enligt henne.

Att hon idag ändå vill utöka den penningpolitiska stimulansen handlar enligt henne istället huvudsakligen om omvärldsfaktorer. Osäkerheten kring det globala konjunktur- och inflationsförloppet förblir fortsatt stor. Vid det förra mötet i september var hon avvaktande till de snabba börsfall som hade inträffat under sommaren till följd av osäkerhet och bakslag kring Kinas ekonomiska utveckling och en rad tillväxt- eller råvaruproducerande ekonomier. Skingsleys bedömning är att konjunkturriskerna kring många av dessa länder är fortsatt höga, även om Riksbankens prognos för Kina redan ligger något lägre än andra bedömare.

Prognosrevideringen av den KIX-viktade inflationen och penningpolitiken är i och för sig liten denna gång, noterade Skingsley, men hon ser fortfarande en risk att inflationen förblir låg i omvärlden och att den penningpolitiska responsen i omvärlden därmed fortsätter att vara kraftigt stimulerande. De konkreta exemplen för detta finns i den amerikanska centralbanken Federal Reserves tvekan att påbörja räntehöjningar samt ECB:s signaler att utöka sitt stimulansprogram. En sådan omvärld bidrar till en reviderad inflationsprognos från Riksbankens sida för Sverige, där det också bedöms krävas ett högre resursutnyttjande under längre tid för att inflationen ska stabiliseras runt målet. Det betyder i sin tur att räntan behöver förbli låg något längre.

Trots att den svenska inflationen trendmässigt utvecklar sig mot 2-procentsmålet stöder Skingsley ett säkerställande av den trenden genom att genomföra ytterligare statspappersköp under första halvåret 2016 till ett värde av 65 miljarder kronor. Det blir det femte programmet sedan köpen startade i februari i år, och det hittills längsta i tidsomfattning. De tidigare programmen hade kortare och mindre omfattning för att bevara en flexibilitet i förhållande till ECB-köpen, men i och med ECB:s tydliga signalering om fortsatta köp, kan också Riksbanken i dag besluta om ett längre program, och på det sättet skapa längre förutsägbarhet på marknaden om Riksbankens agerande. Skulle ytterligare stimulans behövas därutöver, är Skingsley öppen för att ta ställning till nya köp av nominella statspapper, alternativt andra värdepapper.

Vid en närmare analys av den svenska inflationsuppgången är det tydligt att priser på varor och tjänster med importinnehåll stiger, delvis på grund av det senaste årets kronförsvagning. Tjänstepriser utvecklas dock inte fullt lika starkt och

inflationförväntningarna är fortfarande låga, även om de stiger gradvis. Med en osäker omvärld behöver Riksbanken ha fortsatt i beredskap att agera om växelkursutvecklingen riskerar att bli ofördelaktig ur inflationssynpunkt. Det är inte svårt att tänka sig ett scenario där det uppstår en snabb trend på valutamarknaden eller att kronkursen når nivåer som försämrar den hittills godartade inflationstrenden. I prognosen ligger redan en gradvis förstärkning av kronan under hela tidsperioden. Men om den förstärkningen skulle accelerera på grund av omständigheter i omvärlden ser Skingsley inte bara de hittillsvarande stimulansverktygen som användbara, utan hon är också öppen för interventioner på valutamarknaden.

Reporäntan med den nuvarande prognostiserade reporäntebanan kommer att förbli negativ i mer än 2,5 år. Låga räntor under lång tid är något Sverige delar med många andra länder. Det skapar en rad effekter i samhällsekonomin och erfarenheterna av detta är minst sagt begränsade. Det saknas inte risker eller varningar kring denna politik. En av de tänkbara effekterna från penningpolitiken är ett ökat risktagande som följer av att pengar är billiga och krediter mer lättillgängliga. Större risktagande både inom företag och på de finansiella marknaderna är en av de önskvärda effekterna för att stödja konjunkturåterhämtningen, men när blir ökat risktagande för mycket risktagande frågar hon sig. Här har varken nationalekonomisk eller finansiell teori några säkra svar.

Värderingsmått av olika slag kan ge indikationer om utmanande värderingar. Men det saknas tillfredsställande analysverktyg som på förhand säger något säkert om, eller när, korrigeringar uppstår. Inte heller går det att säga något säkert om hur allvarliga priskorrigeringar blir för samhällsekonomin i stort. Det som däremot är säkert är att om banker och/eller tillräckligt många hushåll drabbas av priskorrigeringen blir samhällseffekterna smärtsamma, kostsamma och oftast långvariga. Det är därför enligt Skingsley helt centralt att förbättra motståndskraften i hushållssektorn genom att bromsa den fortsatt snabba uppgången i kreditgivningen. Makrotillsyn har till uppgift att begränsa finansiella obalanser och för att den ska kunna fungera på ett förtroendeingivande sätt behöver Finansinspektionen få ett tydligt mandat och verktyg för att kunna begränsa riskerna för bakslag hos hushållen.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att även han instämmer i beskrivningen av den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport och att han stöder förslaget att göra penningpolitiken mer expansiv genom att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 65 miljarder kronor under första halvåret 2016. Reporäntan lämnas vid dagens möte oförändrad på -0,35 procent och den bedöms börja höjas först när inflationen har stabiliserats runt målet på 2 procent under första halvåret 2017. Räntehöjningen skjuts därmed fram ett halvår jämfört med förra prognosen. Han ser dagens beslut som välavvägt och framhåller att penningpolitiken kan på olika sätt göras än mer expansiv om så skulle behövas.

Ingves konstaterar vidare att återhämtningen i omvärlden fortsätter men att osäkerheten är fortsatt stor och att tillväxten bedöms bli marginellt svagare än i förra prognosen. Inflationen stiger litet långsammare och penningpolitiken förefaller bli något mer expansiv. Det finns också stora regionala skillnader. Förbättringen är tydligast i utvecklade ekonomier där BNP-tillväxten väntas stärkas till följd av fortsatt expansiv penningpolitik, låga oljepriser och en mindre stram finanspolitik.

I USA har konjunkturuppgången pågått en längre tid I euroområdet är återhämtningen relativt stabil trots betydande orosmoment och Riksbanken räknar med att konjunkturen stärks under prognosperioden, bland annat som en följd av ECB:s mycket expansiva penningpolitik, som väntas fortsätta ett bra tag till.

Avmattningen i Kina har bidragit till att dämpa tillväxten i andra länder i Asien och i flera råvaruproducerande tillväxtländer. Myndigheterna i Kina har dock vidtagit flera stimulansåtgärder, vilket bör bidra till att den gradvisa inbromsning av BNP-tillväxten, som Riksbanken har räknat med, fortsätter. Flera tillväxtländer har noterat kapitalutflöden och försvagade växelkurser. Osäkerhet om inhemska tillväxtutsikter till följd av bland annat lägre råvarupriser samt den framtida penningpolitiken i USA har spelat roll.

Ingves konstaterade att sammantaget väntas BNP-tillväxten i Sveriges viktigaste handelspartner, mätt med KIX-termer, att stiga från 2 procent i år till cirka 2,5 procent de kommande åren.

Inflationen i omvärlden är fortfarande låg och ligger nära noll i många utvecklade ekonomier men väntas stiga något allteftersom de prisdämpande effekterna av förra årets oljeprisfall avtar. Löneökningstakten i omvärlden väntas också gradvis stiga när arbetslösheten minskar. Den KIX-viktade inflationen bedöms stiga från 1,2 procent i år till i genomsnitt 2,0 procent 2016 och 2017.

En KIX-vägd inflationstakt kring 2 procent är av stor vikt för Sverige eftersom svensk ekonomi och inflation påverkas av både import- och exportpriser. Fortsatt återhämtning i omvärlden väntas stärka efterfrågan på svensk export, vilket också gynnar investeringarna. Riksbanken räknar dessutom med fortsatt god konsumtionstillväxt. Till det bidrar att arbetsmarknaden förbättras i takt med att konjunkturen stärks. BNP-tillväxten väntas i genomsnitt vara nära 3 procent per år under prognosperioden, vilket är något starkare än det historiska genomsnittet. I en värld fylld med allehanda bekymmer kommer det trots allt, om Riksbankens prognos slår in, att råda förhållandevis goda tider i Sverige.

Inflationen i Sverige har varit låg under en period. Svag omvärldskonjunktur och låga råvarupriser, särskilt på energi, har här spelat en stor roll. Kronan stärktes efter finanskrisen, vilket också bidrog till att inflationen blev låg. Under de senaste två åren har även företagets vinstmarginaler varit lägre än normalt, sannolikt till följd av ökad konkurrens och osäkerhet om den framtida globala ekonomin. Allt detta har samverkat

och gett en låg inflation trots den mycket expansiva penningpolitiken i Sverige och på annat håll.

Men nu pekar inflationstrenden uppåt, konstaterar Ingves. Olika mått på underliggande inflation har stigit sedan slutet av förra året och fortsatt upp i september. Uppgången i den underliggande inflationen är rätt bred och omfattar livsmedel, varor och tjänster. I september var utfallet för KPIF exklusive energi 1,8 procent i årstakt, det högsta på drygt 5 år.

Riksbanken räknar med att den starkare omvärldskonjunkturen bidrar till högre internationella priser framöver och ökad efterfrågan på svenska varor och tjänster. Även ökad inhemsk efterfrågan förbättrar företagens möjligheter att höja priserna. Trenden är densamma som tidigare men i Riksbankens prognos bedöms det ta lite längre tid innan inflationen stabiliseras kring 2 procent.

Ingves underströk också att det i den penningpolitiska avvägningen fortfarande finns ett stort mått av osäkerhet. Den osäkerhet som började noteras för lite mer än ett år sedan när ECB först började signalera planer på storskaliga värdepappersköp har dröjt kvar längre än väntat och kommer att fortgå ett tag till. I och med ECB:s aviserade tillgångsköp i början av året och förväntningar om att Federal Reserve ska börja höja sin styrränta ändrades den penningpolitiska bilden i vår omvärld. Osäkerheten om omvärldens penningpolitik kvarstår alltjämt och det betyder att Riksbanken bör hålla fast vid den strategi som då valdes, att vara pro-aktiv och vid behov vidta okonventionella penningpolitiska åtgärder. Riksbanken behöver hålla denna beredskap i penningpolitiken åtminstone till nästa sommar, tills vi vet mer om hur omvärlden utvecklas inte minst rörande penningpolitiken ansåg Ingves. Mot denna bakgrund ansåg Ingves det rimligt att fortsätta med köpen av statsobligationer även under första halvåret 2016.

Ingves noterade att när statsobligationsköpen inleddes var bankernas inlåning i Riksbanken cirka 60 miljarder kronor. När Riksbanken fullföljt de nu aviserade obligationsköpen vid halvårsskiftet 2016 kommer inlåningen att ha stigit till cirka 300 miljarder kronor. Det innebär att likviditeten i banksystemet, mätt på detta sätt, har femfaldigats under 18 månader. Om man i stället ser på ökningen i penningmängd, M0, blir den 235 miljarder kronor, vilket är mer än en fördubbling av penningmängden.⁵ Detta i kombination med en negativ reporänta skapar sammantaget en mycket expansiv penningpolitik.

⁵ Penningmängden mätt som summan av dels bankernas reserver i Riksbanken, dels allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt (dvs. M0) uppgick till 135 miljarder kronor den 23 februari 2015, strax innan Riksbanken började köpa statsobligationer i penningpolitiskt syfte. Vid halvårsskiftet 2016 väntas penningmängden mätt på detta sätt uppgå till omkring 370 miljarder kronor, vilket är 235 miljarder kronor mer än innan Riksbanken påbörjade statsobligationsköpen. Detta motsvarar Riksbankens anskaffningskostnad för de svenska statsobligationer som köps i penningpolitiskt syfte (200 miljarder kronor avser det nominella beloppet, som understiger anskaffningskostnaden).

Sverige har idag ett ytterst ovanligt läge med negativ reporänta, god BNP-tillväxt som väntas fortsätta i bra takt och minskande arbetslöshet under prognosperioden. Men vi är starkt beroende av vad som sker i vår omvärld, sade Ingves. En central omvärldsfaktor för den inhemska penningpolitiken är fortfarande ECB:s penningpolitik. Om kronans växelkurs skulle stärkas på kort sikt bidrar det till problem för Sverige. En tidigare och snabbare kronförstärkning än vad som finns inlagt i Riksbanken prognos riskerar bidra till ett svagare inflationstryck. Det finns liknande frågeställningar i några andra mindre länder i Europa med egen valuta: Danmark, Schweiz och Tjeckien. För dessa tre länder och Sverige handlar det i hög grad om att försöka undvika inhemska effekter av ECB:s penningpolitik. Ränteläget är extremt lågt och förväntas vara lågt länge. Det handlar då om att undvika en alltför stor appreciering i närtid och om att nå de inhemska målen för penningpolitiken.

Riksbanken har fortsatt hög beredskap att snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsutsikterna försämras, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Reporäntan kan sänkas ytterligare och Riksbanken kan köpa mer värdepapper. Därtill finns möjligheten att låna ut till företag via banker. Riksbanken är också redo att intervensera på valutamarknaden. Ingves konstaterade att vi hittills inte har behövt göra det men att det är en åtgärd som han utan tvekan skulle använda om kronan av en eller annan anledning stärks för snabbt.

Ingves upprepade vad han sagt vid många tidigare tillfällen, att Sverige egentligen skulle behöva ha två styrräntor, en för företagen och en för hushållen. Hushållen lånar idag för mycket och bostadsmarknaden fungerar inte. Räntan för hushållen skulle behöva vara högre än räntan för företagen. Med en enda räntenivå är det inte möjligt för penningpolitiken att påverka sammansättningen av BNP eller en enskild del av finansmarknaden. Riksbanken hanterar det allmänna ränteläget och därmed också växelkurs och inflation. Penningpolitiken måste därför kompletteras med andra åtgärder som gör det dyrare eller svårare för hushållen att låna. Bolånemarknaden behöver stramas åt. Om så inte sker finns det uppenbara risker för en mycket dålig utveckling, där stabilitetsfrågorna riskerar komma att dominera svensk ekonomisk politik längre fram. Mot den här bakgrunden är det rimligt att Riksbanken skärper säkerhetskraven rörande bostadsobligationer samtidigt som köp av värdepapper inte omfattar bostadsobligationer.

Ingves konstaterade också att antalet asylsökande till Sverige ökat kraftigt den senaste tiden. Migrationsverkets nya prognos som presenterades i förra veckan innebär mer än en fördubbling av antalet i år och en prognos om fortsatt mycket stor flyktinginvandring nästa år. Under de närmaste åren kan det bli påfrestningar för finanspolitiken, arbetsmarknadspolitiken och integrationspolitiken, men på längre sikt bör det vara positivt i ett skede med en åldrande befolkning.

För Riksbanken är det viktigt att göra så bra bedömningar som möjligt av hur förutsättningarna för penningpolitiken kan komma att påverkas. Riksbanken får följa utvecklingen noga och våra prognoser kommer successivt att justeras. Bland annat behöver scenarier under olika antaganden siffrasättas för att bedöma hur resursutnyttjande och inflation kan komma att utvecklas.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han också ställer sig bakom förslagen att utöka köpen av statsobligationer med 65 miljarder kronor under det första halvåret 2016, att lämna reporäntan oförändrad vid dagens möte samt att skjuta första höjningen på framtiden så att höjningar av reporäntan inleds först under första halvan av 2017.

Ohlsson konstaterade att vi lever i ovanliga tider och att hans anförande denna gång därför inte är standardmässigt. Idag flyr människor för sina liv från krig och konflikter i Mellanöstern och Nordafrika. Ett stort antal människor söker en fristad i Europa. Vi ser många av dessa söka sig till vårt land. Det stora antalet asylsökande är en utmaning för Sverige. Samtidigt ger dessa människor stora framtida möjligheter med alla de resurser de bär med sig. De flesta är unga, ett inte oföraktligt antal är välutbildade sade Ohlsson.

Sverige är en liten öppen ekonomi. Det välstånd och den välfärd vi kan åtnjuta är resultatet av våra historiska möjligheter att handla och på andra sätt interagera med omvärlden. Under svåra tider i Sverige sökte sig många svenskar bättre möjligheter annorstädes och har bidragit där. Under andra tider har människor från andra länder funnit utkomst i Sverige och på så sätt bidragit i vårt land.

Det är främst andra politikområden som på kort sikt berörs av den utmaning som det stora antalet människor som söker asyl i Sverige innebär. Men förutsättningarna för penningpolitiken kommer inte att vara opåverkade.

I ljuset av det elände och det lidande som utspelas framför våra ögon kan det för många verka futtigt att bekymra sig om andra ekonomisk-politiska uppgifter och mål. Men samtidigt är en väl utformad ekonomisk politik avgörande för att ha den ekonomiska beredskap och styrka som krävs för att möta de utmaningar som vi ser idag. Mot den bakgrunden övergick Ohlsson till att diskutera förutsättningarna för penningpolitiken.

Han konstaterade att inflationstakten fortsätter att stiga. Visserligen varierar månadsmätningarna en del men trenden är fortsatt tydlig. Uppgången mot inflationsmålet möter dock hot. Han nämner den internationella oron och den minskande världshandeln som två sådana. En annan utmaning är att ECB:s penningpolitik riskerar medföra att den svenska kronan apprecieras för mycket och för snabbt. Den förväntade årliga inflationstakten på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 1,8 procent i oktober. Ohlsson konstaterade att detta är nära men under inflationsmålet.

För penningpolitikens trovärdighet är det viktigt att förväntningarna stiger upp mot inflationsmålet, sade han.

Ohlsson noterade att BNP-tillväxten idag är snabb. För de kommande åren är prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten att tillväxten kommer att vara nära nog på samma nivå. Börjar vi närma oss fullt resursutnyttjande i den svenska ekonomin? Befolkningsökningen är samtidigt betydligt snabbare än tidigare. Detta gör att per capita-tillväxten är mer blygsam nu och i prognos för de kommande åren.

Det finns också andra tecken på lediga resurser, menar Ohlsson. Även om arbetslösheten har minskat under 2015 är den fortfarande kvar på en för hög nivå. Arbetslösheten ickesäsongsrensad enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) var 6,7 procent i september 2015. Samma månad ett år tidigare var motsvarande siffra 7,2 procent.

Samtidigt finns det flera tecken på att de lediga resurserna kanske inte är så stora. Enligt SCB:s konjunkturstatistik är antalet vakanser som andel av arbetskraften idag på samma nivå som före finanskrisen. Antalet kvarstående lediga platser är idag högre än före finanskrisen enligt Arbetsförmedlingens statistik. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar också på en ökande brist på arbetskraft. Ohlsson menade vidare att slutsatsen är uppenbar, den svenska arbetsmarknaden präglas av stora matchningsproblem. Vi har hög arbetslöshet och ändå arbetskraftsbrist, sade han.

När Ohlsson väger samman de fakta som idag finns kan han inte komma till någon annan slutsats än att det behövs en fortsatt expansiv penningpolitik. Ohlssons bedömning är att det bästa sättet att göra detta är att utöka köpen av statsobligationer. Detta kommer att bidra till att föra inflationen mot målet och även bidra till att höja inflationsförväntningarna.

Avslutningsvis ansåg Ohlsson således att utökade köp av statsobligationer med 65 miljarder kronor under det första halvåret 2016, att skjuta en första reporäntehöjning framåt i tiden så att höjningar av reporäntan inleds först under första halvåret 2017 är en väl avvägd expansiv penningpolitik i den situation som den svenska ekonomin nu befinner sig i. Ohlsson sa också att han ställer sig bakom den penningpolitiska rapporten.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** förklarade att han ville ta upp en fråga som relaterar till Riksbankens beredskap att göra mer. Det är en fråga som både Ingves och Skingsley tog upp i sina inlägg. Han konstaterade att trots att direktionen under en längre tid har sagt att valutainterventioner är en åtgärd som är fullt möjlig så är det, att döma av de enkätundersökningar som görs, inte särskilt många aktörer på marknaden som tror att Riksbanken kommer att använda sig av denna åtgärd. I takt med att Riksbanken sänker räntan och utökar köpen av statspapper allt mer så ökar rimligen sannolikheten för att

också behöva intervensera på valutamarknaden om det fortsätter att vara nödvändigt att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

Men på marknaden förefaller snarare motsatsen ha hänt, sade Jansson. Det anses om något nu vara mindre sannolikt än tidigare under året att Riksbanken skulle välja att intervensera på valutamarknaden. Beror det på att marknaden numera ser en större sannolikhet framöver för en inflation i linje med inflationsmålet? Eller beror det på att man ser ett större utrymme än tidigare för Riksbanken att sänka reporäntan och köpa mer statspapper?

Ytterligare en möjlighet är ju att marknaden inte riktigt tar Riksbanken på allvar, utan tror att vi hellre ger upp försvaret av inflationsmålet än tillgriper interventioner på valutamarknaden, fortsatte han. Om det är det sistnämnda som gäller finns förstås en hemläxa att göra när det gäller Riksbankens kommunikation. Avsikten med att för femte gången i rad skriva i en penningpolitisk rapport att vi har beredskap att intervensera på valutamarknaden är ju knappast att valutainterventioner inte ska tas på allvar som en tänkbar penningpolitisk åtgärd.

Avslutningsvis ville Jansson påpeka att han helt delar den syn som flera av hans kollegor gett uttryck för när det gäller behovet av att hantera problemen på den svenska bostadsmarknaden och med hushållens skulder. Detta tas också upp i utkastet till penningpolitisk rapport, där Riksbanken betonar att ett flertal åtgärder behöver vidtas, inte minst grundläggande reformer på bostadsmarknaden i syfte att skapa en bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Att Finansinspektionens mandat för makrotillsyn fortfarande inte har förtydligats och att Kammarrätten i Jönköping åter har invändningar mot införandet av amorteringskravet är givetvis inget som bidrar till att dämpa den oro man har på det här området.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** kommenterade att det förekommer mycket synpunkter kring Riksbankens politik, särskilt att reporäntan ligger på minusnivå.

Att det förekommer synpunkter är inget nytt och det är en del av ett öppet samhällsklimat. Sett i perspektiv över de 20 åren med inflationsmål brukar åsikterna bli många så fort inflationen inte ligger på målet, konstaterade Skingsley.

Hon menade att synpunkterna på dagens expansiva penningpolitik översiktligt kan sorteras i två grupper. Den första gruppen vill behålla det penningpolitiska ramverket men ändra politiken, den andra gruppen vill ändra i ramverket. De sistnämnda, som vill ändra i ramverket, tänker sig ofta sänkt inflationsmål, och/ eller återfört toleransintervall runt de 2 procenten.

Även om Skingsley tidigare har beklagat toleransintervallets avskaffande är hon säker på att politiken idag inte hade varit väsentligt annorlunda om toleransintervallet funnits kvar.

Intentionen med toleransintervallet var att påminna omvärlden om att det från tid till annan finns skäl till att inflationen avviker från 2 procent.

Skingsley anser att Riksbanken fortfarande lever upp till den intentionen genom att i rapporten och i andra sammanhang kontinuerligt beskriva skälen till att det tar tid till måluppfyllelsen. Att idag återinföra ett toleransintervall skulle inte ändra på Riksbankens strävan att med penningpolitiken återföra och stabilisera inflationen kring målet.

Att istället ändra målnivån för att det är svårt att uppnå skulle inte bidra till ökat förtroende. Det är för Skingsley oklart vad anhängarna av detta förslag hoppas uppnå med ett sänkt inflationsmål. Sverige hade aldrig lyckats med en förankrad pris- och lönebildning efter 1990-talskrisen om Riksbanken ändrat målet så fort måluppfyllelsen är dålig.

Den andra typen av kritik mot Riksbanken går ut på att ramverket för inflationsmålet ska behållas men att politiken behöver ändras. Underförstått är då att direktionen bör acceptera längre tid för målavvikelsen. Skingsley menade att det är oklart vad som i så fall skulle uppnås. Hon saknar en konsekvensanalys från de som önskar sig en mindre expansiv penningpolitik i det här läget. Risken är då överhängande att inflationsförväntningarna hos företag och hushåll sjunker igen och det är därför inte vägen till högre och mer normala räntor.

Skingsley framhöll att hennes egen slutsats är att minusränta från Riksbankens sida och allmänt låga räntor i samhällsekonomin inte är oproblematiskt, men att hon har svårt att se fungerande alternativ till den förda politiken. Det skulle också potentiellt bli stora negativa konsekvenser av att svensk penningpolitik avvek allt för mycket från omvärlden, särskilt via risken för en starkare krona.

Avslutningsvis ville hon också påminna om att det finns en rad utmaningar som måste hanteras av andra politikområden än penningpolitiken. Till att börja med ville hon ansluta sig till sina direktionskollegors uttalanden vid mötet gällande det stora antalet människor som flyr katastroferna, särskilt i Mellanöstern. Därutöver ansåg hon det tydligt att strukturproblemen är stora i många länder i kölvattnet av den globala finanskrisen vilket hämmar tillväxten. Vidare tycks det vara svårt för tekniska innovationer att omvandlas till högre produktivitet i samhällsekonomin, även om detta är en ytterst svårbedömd fråga.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** instämde i det som Skingsley just sagt angående kritiken av inflationsmålsregimen och Riksbankens penningpolitik och påminde om att han utvecklade sina tankar i de frågorna i ett publicerat anförande för några veckor sedan.⁶ Några saker är värda att särskilt förtydliga idag, sade han. För det första handlar den expansiva penningpolitiken inte om att Riksbanken försöker se till att inflationen

⁶ Flodén, Martin, "Sverige behöver sitt inflationsmål", anförande vid Fores 13 oktober 2015.

ligger på två procent hela tiden. Det är naturligt och oundvikligt att inflationen svänger kring målet, och Riksbanken har tålamod med sådana avvikelser. Riksbankens utmaning är alltså inte att inflationen är låg just nu, utan att inflationen har varit låg länge och att vi bedömer att det krävs en mycket expansiv penningpolitik för att inflationen ska stiga mot målet, sade han.

För det andra så hänger utformningen av penningpolitiken idag inte på att Riksbanken fokuserar på något specifikt inflationsmätt. Som han nämnde tidigare har den genomsnittliga inflationen de senaste fem åren varit 1,0 procent mätt med KPIF både inklusive och exklusive energipriser, och bara aningen lägre mätt med KPI. Just nu är KPI- och KPIF-inflationen lägre än KPIF-inflationen exklusive energipriser, men det är en tillfällig effekt som knappast påverkar Riksbankens penningpolitiska planerande framöver.

Till sist håller Flodén med om att det låga ränteläget är problematiskt och förknippat med risker. Men därmed inte sagt att det finns några enkla lösningar. Att sänka inflationsmålet skulle definitivt inte lösa några problem.

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

Den expansiva penningpolitiken Riksbanken bedriver bidrar till att konjunkturen stärks och att det finns en tydlig trend uppåt i inflationen sedan förra året. Samtidigt råder dock fortsatt stor osäkerhet om styrkan i den globala konjunkturen och om penningpolitiken i vår omvärld. Men det mesta tyder på att den expansiva penningpolitiken kommer att fortsätta en längre tid. Det måste Riksbanken ta hänsyn till.

Jämfört med prognosen i september väntas inflationen bli lite lägre 2016 och 2017. Men KPIF-inflationen väntas ändå vara nära 2 procent 2016. Utan ytterligare åtgärder från Riksbanken riskerar inflationsuppgången att dämpas, bland annat genom att kronan stärks tidigare och snabbare än i prognosen. För att understödja den positiva utvecklingen i svensk ekonomi och säkerställa kraften i inflationsuppgång behöver penningpolitiken bli något mer expansiv.

Direktionen är enig om att utöka köpen av statsobligationer med 65 miljarder kronor under första halvåret 2016. Direktionen är också enig om att lämna reporäntan oförändrad på -0,35 procent samt att skjuta på en första höjning av reporäntan ungefär ett halvår fram i tiden i förhållande till bedömningen i september.

Det finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsutsikterna försämras, till exempel om växelkursen stärks snabbare än vad Riksbanken räknat med. Här diskuterade flera ledamöter olika tänkbara åtgärder, såsom köp av andra värdepapper och valutainterventioner. Den förda penningpolitiken syftar till

att begränsa riskerna med fortsatt låg inflation och på så vis värna inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Flera ledamöter kommenterade också den pågående diskussionen kring inflationsmålet. Slutligen underströk flera direktionsledamöter återigen att det finns ett stort behov av att skyndsamt förtydliga mandat och verktyg inom makrotillsynsområdet och att vidta åtgärder för att hantera riskerna på bostadsmarknaden och med hushållens skulder.

§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A samt
- att behålla reporäntan på -0,35 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen 4 november 2015
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 28 oktober.

§5. Beslut om köp av statsobligationer

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

§6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att onsdagen den 28 oktober 2015 kl. 9.30 offentliggöra besluten under §§ 4 och 5 med motivering i ett pressmeddelande samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 10 november 2015 kl. 9.30.

§§ 4 - 6 förklarades omedelbart justerade.

Vid protokollet

Sophie Brauner

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley



Sveriges Riksbank

Besöksadress: Brunkebergs torg 11

Postadress: 103 37 Stockholm

www.riksbank.se

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

E-mail: registratorn@riksbank.se