



Penningpolitiskt protokoll

Februari 2016

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 10 februari beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,50 procent. En första höjning av reporäntan bedöms ske först i mitten av 2017. Direktionen beslutade även att tills vidare återinvestera förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen för att upprätthålla expansiviteten i penningpolitiken. Delegeringsbeslutet för att omedelbart kunna intervensera på valutamarknaden förlängdes till det ordinarie penningpolitiska mötet i juli. Det finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om det behövs för att värna inflationsmålet.

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

Flera ledamöter förde fram nedåtrisker kopplade till osäkerhet på finansmarknaden och konjunkturutsikterna för omvärlden. Ledamöterna noterade även att inflationen är låg i omvärlden och att flera centralbanker väntas bedriva en mycket expansiv penningpolitik.

I Sverige väntas konjunkturen fortsätta att stärkas. Men oväntat låga inflationsutfall tillsammans med lägre energipriser och hyresökningar än väntat innebär att inflationen bedöms utvecklas svagare under 2016 jämfört med bedömningen i december.

Ledamöterna vägde på olika sätt för- och nackdelar förknippade med vilket penningpolitiskt beslut som skulle fattas givet de förändringar som skett i synen på läget sedan december. Flera ledamöter noterade att svensk konjunktur nu stärks tydligt och att inflationen är nedreviderad, delvis på grund av faktorer som inte beror på efterfrågeutvecklingen, vilket skulle kunna tala för att lämna reporäntan oförändrad. Men även om inflationen väntas stabiliseras runt inflationsmålet under 2017 innebär nedrevideringen 2016 att perioden med låg inflation blir ännu längre. Flera framhöll att det ökar risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas och därmed också för att inflationen inte stiger mot målet som förväntat. De noterade också att svensk penningpolitik påverkas av vad andra centralbanker gör. Om penningpolitiken i omvärlden görs än mer expansiv riskerar kronans växelkurs att stärkas snabbare än i prognosen, vilket skulle göra det svårare att få upp och stabilisera inflationen runt 2 procent. Det skulle också kunna försämra förutsättningarna för en god realekonomisk utveckling.

En majoritet ansåg att det mot denna bakgrund är lämpligt att nu sänka reporäntan till -0,50 procent för att ge stöd åt inflationen.

Två ledamöter förespråkade istället en oförändrad reporänta. Dessa delade dock majoritetens oro för låg inflation även om de kom till en annan slutsats om räntan vid detta tillfälle.

Direktionen var enig om att köpen av statsobligationer skall fortsätta enligt den plan som beslutades i oktober och att tills vidare återinvestera förfall och kuponger på statsobligationsportföljen.

En majoritet förespråkade vidare ett förlängt mandat för valutainterventioner. En ledamot reserverade sig mot detta med motiveringen att valutainterventioner inte vore en lämplig åtgärd i nuläget.

Direktionen var också enig om att det är viktigt med en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om det behövs för att värna förtroendet för inflationsmålet.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2016-02-10

MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Martin Flodén
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley

Susanne Eberstein, fullmäktiges
ordförande
Michael Lundholm, fullmäktiges vice
ordförande

Claes Berg
Sophie Brauner
Charlotta Edler
Paul Elger
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Jens Iversen
Martin W Johansson
Ola Melander
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Maria Sjödin
Lena Strömberg (§ 1-3)
Ulf Söderström
Sara Tägtström
Jens Vahlquist (§ 1-3)
Anders Vredin

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

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Jens Vahlquist från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i december har volatiliteten ökat, världens börser har fallit och långa statsobligationsräntor har sjunkit då efterfrågan på mer säkra tillgångar ökat. Nedgångarna har framförallt drivits av en oro för den globala konjunkturutvecklingen, där den tidigare osäkerheten om den kinesiska ekonomin spillt över till andra länder och regioner såsom USA och euroområdet. I denna miljö har många europeiska banker kommit under press med fallande börskurser och stigande kostnader för att försäkra sig mot kreditförluster. Oljepriset har samtidigt fallit sedan i december.

Marknaden förväntar sig ytterligare penningpolitiska lättnader från ECB vid centralbankens nästa penningpolitiska möte i mars. Bank of Japan sänkte nyligen sin inlåningsränta till en negativ nivå. Förväntningarna på räntehöjningar från Federal Reserve och Bank of England har skjutits framåt i tiden.

Efter det penningpolitiska mötet i december stärktes kronan oväntat snabbt. Kronförstärkningen ledde till att Riksbankens direktion den 4 januari fattade ett delegeringsbeslut om eventuella valutainterventioner för att snabbt kunna intervensera på valutamarknaden vid behov. Efter beslutet har kronan försvagats mot euron medan den är ungefär oförändrad mot dollarn. I konkurrensvägda termer har kronan utvecklats ungefär i linje med decemberprognosen. Inför dagens möte förväntar sig en majoritet av analytikerna en sänkning av reporäntan.

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 tidigare diskuterats av direktionen vid möten den 18, 26 och 28 januari, samt den 1 februari. På ett möte med direktionen den 3 februari bordlades utkastet till penningpolitisk rapport. Ytterligare ett avstämningsmöte med direktionen hölls den 8 februari.

Hon inledde med att konstatera att tiden sedan det penningpolitiska mötet i december präglats av en tilltagande osäkerhet på de finansiella marknaderna och fortsatta fall i oljepriset. Globala börsfall avspeglar bland annat en ökad osäkerhet om utvecklingen i tillväxtekonomierna. Riksbanken har visserligen bara justerat ned BNP-prognoserna marginellt för tillväxtländerna, men dessa var redan i utgångsläget låga jämfört med många andra prognosmakare. Oljepriset har fallit jämfört med vid mötet i december, vilket bedöms främst vara drivet av utbudsfaktorer. Det lägre oljepriset bedöms på marginalen bidra positivt till tillväxten i omvärlden. Samtidigt bidrar andra faktorer, såsom en svagare utveckling av investeringarna i euroområdet, till att den konkurrensvägda BNP-tillväxten i omvärlden sammantaget är något nedreviderad jämfört

med i december. Oljeprisfallet har också medfört en stor nedrevidering av inflationen i omvärlden.

Svagare tillväxt- och inflationsutsikter har medfört ökade förväntningar på marknaden om en mer expansiv penningpolitik från ECB i mars samtidigt som förväntningarna om kommande styrräntehöjningar i USA har skjutits framåt i tiden. Bland centralbanker i vår omvärld har Bank of Japan nu infört negativ ränta.

Det svenska inflationsutfallet i december, var liksom i november, lägre än Riksbankens prognos. En del av skillnaden mellan utfall och prognos, såsom den som beror på lägre livsmedelspriser, bedöms ligga kvar. Samtidigt resulterade hyresförhandlingarna i lägre hyresökningar än väntat och oljepriserna har som tidigare beskrivits fallit mer än väntat. Sammantaget har därför prognosen för KPIF-inflationen under 2016 reviderats ned med 0,4 procentenheter.

Samtidigt är svensk tillväxt mycket god och resursutnyttjandet bedöms nu vara nära normalt. BNP-tillväxten väntas vara 3,5 procent 2016 för att sedan avta något. Arbetslösheten bedöms fortsätta sjunka och plana ut på 6,7 procent 2017 för att sedan stiga svagt under 2018 då arbetskraftutbudet ökar från de nyanlända.

Även om inflationen är nedreviderad under det närmaste året bedöms förutsättningarna för en fortsatt stigande inflation kvarstå. I takt med att effekterna av en försvagad krona klingar av, tar effekterna av det stigande resursutnyttjandet vid. Till en uppgång i inflationen bidrar också att det negativa bidraget från energipriser faller ur och därefter bidrar positivt till inflationen. KPIF-inflationen väntas stabiliseras kring 2 procent under 2017.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är baserade på antagandet att reporäntan sänks med 0,15 procentenheter till -0,50 procent. Även reporäntebanan är nedreviderad och avspeglar att det fortfarande finns möjlighet att sänka räntan ytterligare. Vidare antas köpen av statsobligationer fortsätta enligt den plan som beslutades vid det penningpolitiska mötet i oktober. Till bilden hör även att direktionen föreslås fatta beslut om att förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen tills vidare återinvesteras för att upprätthålla expansiviteten i penningpolitiken, samt om ett förnyat mandat för valutainterventioner.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att man vid första påseende kan få för sig att det borde vara ganska lätt att fatta beslut på dagens möte. Utfallsmässigt har inflationen hamnat under Riksbankens prognoser två månader i rad. Prognoserna har varit för höga oavsett om man tar hänsyn till energiprisernas utveckling eller inte. I december uppgick KPIF-inflationen till 0,91 procent, medan KPIF-inflationen exklusive

energipriser hamnade på 1,28 procent. Det var i bägge fallen knappt 0,2 procentenheter lägre än väntat enligt prognosen i den penningpolitiska rapporten i december.

Tittar vi framåt talar mycket för att inflationen också framöver kommer att bli tydligt lägre än vad Riksbanken trodde i december, fortsatte Jansson. I utkastet till penningpolitisk rapport föreslås en nedrevidering av prognosen för KPIF-inflationen under hela 2016 samt även inledningen av nästa år. Nedrevideringen är som störst under andra halvåret i år, då KPIF-inflationen under ett antal månader beräknas vara omkring en halv procentenhet under den tidigare bedömningen. För KPIF-inflationen exklusive energipriser är prognosjusteringen inte fullt så dramatisk, men ändå påtaglig. Här uppgår nedrevideringen till som mest cirka 0,3 procentenheter under samma tid. Jansson framhöll att det förtjänar att påpekas att dessa nedjusteringar av inflationsprognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är betingade på att reporäntan vid dagens möte sänks med 0,15 procentenheter, från -0,35 till -0,50 procent. Så om reporäntan vid dagens möte inte skulle sänkas, eller penningpolitiken på annat sätt göras mer expansiv, så skulle inflationsutsikterna se ännu något sämre ut.

Jansson anförde vidare att det till den försämrade inflationsbilden ska läggas ett antal större nedåtrisker som inte är lätta att sätta siffror på i en prognos. Den kanske viktigaste handlar om att omvärldens penningpolitik kan påverka kronans växelkurs på ett för Sverige ofördelaktigt sätt. Både Federal Reserve och ECB kan komma att bedriva sin penningpolitik mjukare än tidigare väntat. När det gäller Federal Reserve tyder det mesta på att nästa räntehöjning dröjer. Marknaden väntar sig nu ingen ytterligare höjning av räntan under innevarande år. ECB å sin sida har uttryckt att den avser att "se över och möjligen ompröva" penningpolitiken på sitt nästa möte i mars. Det har på marknaden skapat tydliga förväntningar om ytterligare lättnader i penningpolitiken från ECB:s sida, konstaterade Jansson. Även om också svensk ekonomi på lite sikt gynnas av att andra centralbanker försöker få upp inflationen och tillväxten, gör en oväntat mjuk penningpolitik från både Federal Reserve och ECB det inte lättare för Riksbanken att undvika en snabb förstärkning av kronans växelkurs. Detta skulle i sin tur göra det svårare att få upp och stabilisera inflationen runt 2 procent och i ett dåligt scenario dessutom kunna skapa allvarliga realekonomiska problem i termer av sämre tillväxt och högre arbetslöshet.

Han noterade också att en annan nedåtrisk, som inte är oberoende av risken för en mjukare penningpolitik i omvärlden, rör den internationella konjunkturen. Flera bedömare har under en längre tid påpekat svaghetstecken i utvecklingen i den kinesiska ekonomin, men under de senaste månaderna har också allt fler rest frågetecken kring styrkan i konjunkturen i Europa och kanske framförallt i USA. Till bilden hör den senaste tidens ökande grad av riskaversion och minskande efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Oron angående den europeiska återhämtningen har åtminstone delvis att göra med att man befarar att både handeln och investeringarna kan påverkas negativt av de

begränsningar av den fria rörligheten som riskerar att bli konsekvensen av de stora flyktingströmmarna. Jansson påpekade att investeringsutvecklingen spelar stor roll även för nedåtriskerna i den amerikanska konjunkturen, där ett antal bedömare har noterat att investeringsaktiviteten i energisektorn kan hämmas rejält av osäkerheten i Kina och det fallande oljepriset.

Det fallande oljepriset, och risken för att det faller ytterligare, har också en särskild betydelse i ett läge då inflationen varit låg länge och det finns frågetecken kring inflationsmålets trovärdighet, sade Jansson. Normalt sett kan centralbanker "se igenom" svängningar i oljepriset och helt enkelt avvakta tills effekterna faller ur den uppmätta inflationstakten. Men när inflationen varit låg länge och förtroendet för inflationsmålet är skakigt kan nedgångar i oljepriset få ovanligt stora och kvardröjande effekter på inflationen via lägre mer långsiktiga inflationsförväntningar.¹ Detta problem finns såväl i Sverige som i ett antal andra länder som har inflationsmål. Inte heller denna nedåtrisk är alltså oberoende av risken för en mjukare penningpolitik i omvärlden, resonerade han.

Jansson konstaterade att det sammantaget således finns ett flertal faktorer som talar för att lägga sin röst på en mer expansiv penningpolitik på dagens möte. För honom var beslutet trots detta inte på något sätt självklart. Direktionen har vid flera tillfällen tidigare varit tydlig med att det inte går att räkna med att inflationsuppgången blir spikrak och utan bakslag. Att inflationen nu blivit ett par tiondelar av en procentenhet lägre än väntat är alltså en "known unknown" som tyvärr inträffar då och då. Även om prognosfelet håller i sig en tid går det inte att automatiskt dra slutsatsen att det ska leda till en mer expansiv penningpolitik, tillade han.

Jansson fortsatte med att säga att nedjusteringarna av inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport visserligen är förhållandevis kraftiga men i stor utsträckning en följd av nya antaganden för energipriser och hyror.

Även om det fortsätter att finnas en risk för att lägre energipriser, via effekter på inflationsförväntningarna, påverkar inflationen mer än normalt förtjänar det att påpekas att inflationsförväntningarna i Sverige stigit en del under senare tid. Det gäller även förväntningarna på inflationen om 5 år, som i Prosperas senaste enkätundersökning för penningmarknadens aktörer låg på 1,86 procent.² Därmed finns nu i alla fall något större möjligheter än tidigare för Riksbanken att "se igenom" den här typen av prisstörningar, menade han.

När det gäller hyrorna påpekade Jansson att dessa i Sverige inte sätts på en marknad där utbuds- och efterfrågeförhållanden tillåts slå igenom, i varje fall inte fullt ut. Nedrevideringen av inflationsprognosen beror därmed till stor del på faktorer som inte

¹ För en diskussion av denna mekanism i fallet när växelkursen apprecierar, se "Scenario: Risker med en snabb förstärkning av kronan i en låginflationsmiljö", Penningpolitisk rapport februari 2016, sid 13.

² Enligt TNS Sifo Prospera, se <http://www.prospera.se/inflation-expectations/>.

har så mycket att göra med den underliggande, efterfrågedrivna inflationen i svensk ekonomi. Det är ytterligare ett argument, framförallt i en situation där tillväxten är hög och läget på arbetsmarknaden förbättras snabbt, att nu inte fatta beslut om ytterligare lättnader i penningpolitiken.

Jansson anförde slutligen att omvärldskonjunkturen visserligen kännetecknas av nedåtrisker men att dessa ändå i hög grad är "tail events", det vill säga risker som har låg sannolikhet att verkligen inträffa. Mer eller mindre alla bedömare fortsätter trots allt att tro på en gradvis förstärkning av den internationella konjunkturen och att Kina kommer att kunna undvika en hårdlandning.

Mot den här bakgrunden är beslutet på dagens möte alltså långt ifrån självklart, underströk Jansson. Det finns goda argument både för och emot att göra penningpolitiken mer expansiv. Efter att ha vägt alla argument mot varandra hade han landat i att lägga sin röst på alternativet med den mer expansiva penningpolitiken. Det som i slutänden för Jansson föllde avgörandet är att Riksbanken gör en stor och utdragen nedrevidering av inflationsprognosen samtidigt som han bedömer att både Federal Reserve och ECB kommer att välja en mjuk linje i sin penningpolitik framöver. Om man då inte agerar på dagens möte är risken stor för att kronan kommer att stärkas snabbt och att nya åtgärder behöver vidtas inom kort, förmodligen på ett extrainsatt möte innan det nästkommande ordinarie penningpolitiska beslutstillfället i april, trodde Jansson.

Jansson konstaterade att det i utkastet till penningpolitisk rapport alltså föreslås en sänkning av reporäntan med 0,15 procentenheter, från $-0,35$ procent till $-0,50$ procent. Därutöver föreslås också att Riksbanken tills vidare ska återinvestera förfall och kuponger på statsobligationsportföljen. Eftersom kronans växelkurs utvecklats ungefär som väntat sedan förra prognostillfället i december är valutainterventioner i det här läget enligt Janssons uppfattning inte aktuella. Mot den här bakgrunden ställde han sig bakom både prognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport.

När det gäller Riksbankens beredskap att vidta ytterligare åtgärder i penningpolitiken menade Jansson, precis som också konstateras i utkastet till penningpolitisk rapport, att denna beredskap bör finnas för att säkerställa att den trendmässiga uppgången i inflationen fortsätter och för att värna förtroendet för inflationsmålet. På så vis undviker Riksbanken också att slösa med den penningpolitiska ammunition den har kvar utan ser till att avfyra den om ett behov verkligen uppkommer. Ett något större tålamod i penningpolitiken bör samtidigt en aning minska riskerna för negativa sidoeffekter av stimulanserna. Om Riksbanken ser tecken på att inflationstrenden är på väg att brytas eller att förtroendet för inflationsmålet kommer i gungning så bör den dock agera kraftfullt och bestämt.

Jansson ville avsluta med några mer specifika kommentarer till beredskapen att göra mer. Riksbanken påpekar nu i den penningpolitiska rapporten att det görs analyser av om det

går att understödja reporäntesänkningarna med andra åtgärder i det penningpolitiska styrsystemet. Det tyckte Jansson var bra eftersom det är viktigt att genomlysas för- och nackdelar med alla tillgängliga sätt att göra penningpolitiken mer expansiv. Riksbanken har visserligen inte tidigare använt sitt styrsystem för detta ändamål, men negativ reporänta, omfattande köp av statsobligationer och interventioner på valutamarknaden tillhör ju å andra sidan inte heller det som Riksbanken normalt sysslar med. Han tyckte också att det var bra att Riksbanken nu något konkretiserar vilka tillgångar som kan bli föremål för ytterligare köp. Det skapar förutsättningar för marknaden att förbereda sig i god tid, vilket i sin tur minskar risken för olika oönskade sidoeffekter.

Jansson framhöll att det är betryggande att direktionen under årets inledning fattat alla beslut och gjort alla förberedelser som krävs för att mycket snabbt kunna använda valutainterventioner i ett penningpolitiskt syfte. Det klargörs i sammanhanget att direktionen strävar efter att det ska vara hela direktionen som fattar ett eventuellt beslut, men att riksbankschefen och förste vice riksbankschefen, eller deras ersättare, har mandat att hantera frågan om läget är sådant att ett beslut av direktionen inte kan avvaktas.

Jansson sade att han förmodar att alla hoppas att det inte ska bli nödvändigt att vidta några ytterligare penningpolitiska lättnader. Men det är ändå bra att beredskapen att agera inte bara finns på papperet utan bygger på i praktiken genomförbara åtgärder som snabbt kan sättas in om ett behov trots allt skulle uppstå. Erfarenheten de senaste åren understryker att det är ett klokt angreppssätt.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han huvudsakligen delar den bild av den ekonomiska utvecklingen och de penningpolitiska avvägningar som getts i utkastet till penningpolitisk rapport. Han delar även de resonemang och överväganden Jansson förde fram kring räntebeslutet. Trots det förespråkade han att direktionen skulle behålla reporäntan på $-0,35$ procent.

Under det senaste dryga året har man sett tydliga tecken på att den alltmer expansiva penningpolitiken har fått avsedd effekt. Den underliggande inflationen och inflationsförväntningarna har slutat att falla och i stället börjat stiga mot nivåer förenliga med inflationsmålet, och konjunkturen har förstärkts. Vid det penningpolitiska mötet i december hade därför Flodéns förtroende stärkts för att inflationen skulle fortsätta att stiga mot målet, trots att det fanns fortsatta tecken på att det skulle kunna ta tid och uppstå tillfälliga bakslag innan inflationen etablerades på en nivå kring målet.

Flodén konstaterade dock att utvecklingen efter decembermötet har gjort att hans förtroende för en sådan godartad utveckling åter har rubbats. Inflationsutfallet för december var en besvikelse. Det utfallet i kombination med låga hyresavtal indikerar att det inhemska inflationstrycket fortsätter att vara svagt. Till detta kommer börsfall, ökad volatilitet och stigande riskpremier på världens finansmarknader, samt kraftigt fallande oljepriser. Den utvecklingen är i sig kanske inte en stor källa till oro, men kopplat till

pessimismen på finansmarknaderna finns en tilltagande oro för att konjunkturåterhämtningen i euroområdet stannar av och att den amerikanska ekonomin bromsar in. En sådan konjunkturförsvagning i de utvecklade länderna skulle få konsekvenser för den svenska ekonomin och bland annat medföra att det blir svårt för den svenska inflationen att stiga de kommande åren.

Men det finns ännu inte många konkreta bevis på att den här svaga utvecklingen är på väg att förverkligas, menade han. Utfallsdata och andra konjunkturindikatorer tyder fortfarande på att tillväxten i euroområdet förbättras samtidigt som den amerikanska ekonomin förblir stark, och att tillväxten blir hög och resursutnyttjandet ansträngt i den svenska ekonomin de kommande åren. Styrkan i svensk ekonomi illustreras till exempel av goda BNP- och sysselsättningsutfall och av ett högt och stigande förtroende i Konjunkturinstitutets barometer. En fortsatt expansiv penningpolitik och dessutom stigande offentlig konsumtion i spåren av flyktinginvandringen bidrar till fortsatt styrka i den svenska ekonomin. Trots detta går det inte att ignorera de senaste månadernas marknadsoro och risken för ett bakslag för världsekonomin. Flodén menade därför att han hade lite svårt att se på prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport som väntevärdesriktig, utan att han snarare såg den som ett huvudscenario där riskerna på nedsidan dominerar.

Frågan är då hur den svenska penningpolitiken bör förhålla sig till den här utvecklingen, och till de risker som ses. Inflationen har varit låg länge, vilket riskerar att skada förtroendet för inflationsmålet, konstaterade Flodén. Det blir då svårare och kräver allt kraftfullare penningpolitik för att få upp inflationen till målet. Efter decembermötet har Riksbankens prognos för inflationstrycket de kommande åren dessutom reviderats ned ganska tydligt. Till detta kommer oron för en svagare global ekonomi. Allt detta talar för att Riksbanken behöver föra en mer expansiv penningpolitik än den plan som presenterades i december.

Men Riksbanken befinner sig nu i ett läge där de penningpolitiska verktygen blir allt svårare att använda, fortsatte Flodén. Sänkningarna av reporäntan ner till -0,35 procent under förra året har ofta beskrivits som "okonventionella", men Flodén tyckte att de egentligen har varit ganska konventionella och oproblematiske; Riksbanken förväntade sig att sänkningarna skulle få ett normalt genomslag via såväl räntekanalerna som växelkurskanalen, och bedömningen var att en minusränta på den här nivån inte skulle medföra några betydande störningar på ekonomin i övrigt. Dessa förväntningar har också infriats.

Det finns dock en gräns för hur långt räntan kan sänkas utan att genomslaget försvagas eller problem uppstår, och Flodén trodde att Riksbanken nu börjat närma sig sådana nivåer. Förmodligen kommer även en sänkning av reporäntan ner till -0,50 procent att fungera rent tekniskt, det vill säga utan att ge upphov till stora störningar eller andra oönskade reaktioner. Han trodde också att genomslaget via växelkurskanalen kommer att

fungera som vanligt. Det är däremot troligt att räntekanalerna nu är försvagade, det vill säga att räntesänkningen inte får ett fullt genomslag på utlåningsräntor till hushåll och företag.

Baserat på de här resonemangen föredrar Flodén att avvakta med en räntesänkning. Han framhöll att huvudscenariot fortfarande är att den svenska konjunkturen stärks framöver och att resursutnyttjandet nu börjar bli ansträngt. I det scenariot blir en inflationsuppgång framöver alltmer trolig även om förtroendet för inflationsmålet sviktar. Flodén trodde inte att sannolikheten för att det här scenariot infrias står och faller med direktionens räntebeslut vid dagens möte, utan att den avgörande faktorn är hur världsekonomin utvecklas framöver.

Han sa därefter att det som sagt finns påtagliga risker för att utvecklingen blir sämre än i det här huvudscenariot. Därför är det mycket möjligt att direktionen snart hade hamnat i ett läge där en räntesänkning trots allt hade blivit nödvändig om man inte skulle sänka räntan vid det innevarande mötet. Han tänkte då på en utveckling med en svagare omvärldskonjunktur som via en svag exportmarknad, en alltmer expansiv penningpolitik i omvärlden och ett större apprecieringstryck på kronan pressar ned tillväxtutsikterna och inflationstrycket i Sverige. I ett sådant läge skulle förmodligen en räntesänkning vara en effektiv åtgärd för att bromsa spridningseffekterna till den svenska ekonomin. Men Flodén menade alltså att det vore bättre att avvakta med en räntesänkning tills det var tydligt att sänkningen var helt nödvändig.

Avslutningsvis ville han säga några ord om de övriga beslut som fattades vid mötet. Flodén fortsatte att reservera sig mot beslutet om mandat för valutainterventioner. Hans reservation grundades på de synpunkter han framförde vid det penningpolitiska mötet den 4 januari, även om det efter dagens räntesänkning inte är lika tydligt att reporäntan kan sänkas ytterligare. Flodén ansåg ändå att ett läge där valutainterventioner kan bli motiverade är avlägset, och han ville därför inte delegera beslutsrätten i den här frågan.

Till sist kommenterade han Riksbankens beslut om att tillsvidare återinvestera kuponger från och förfall av statsobligationer. Han står bakom det beslutet, som han inte tycker ska ses som ett sätt att göra penningpolitiken mer expansiv. Det handlar i stället om att tillsvidare behålla den expansivitet direktionen tidigare har beslutat om. Och han ville poängtera att det varken utesluter att Riksbanken utökar tillgångsköpen framöver eller att Riksbanken vid något framtida tillfälle slutar att återinvestera kuponger och förfall.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon ställde sig bakom bedömningen av utvecklingen i omvärlden och i Sverige såsom den redovisas i den penningpolitiska rapporten och att hon ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,50 procent.

Hon fortsatte med att säga att som Riksbanken redovisar i den penningpolitiska rapporten kan man i det rådande läget argumentera både för en oförändrad penningpolitik och för att göra penningpolitiken mer expansiv. I sina överväganden

landade hon i att hon tror att det bästa beslutet är att göra penningpolitiken mer expansiv och hon kom därför att argumentera för ett sådant beslut.

Som Jansson och Flodén redan tagit upp har det sedan decembermötet kommit upp ett antal nedåtrisker som direktionen behöver bedöma betydelsen av för svensk penningpolitik, sade af Jochnick.

Om man bara tittar på svensk ekonomi och de bedömningar som görs för det kommande året så ser det ganska bra ut, menade hon. Konjunkturförstärkningen fortsätter och resursutnyttjandet bedöms nu vara nära normalt. Svensk BNP växer snabbare än i många andra utvecklade länder.

Hon konstaterade att när det gäller BNP-tillväxten i omvärlden är den något nedreviderad. Det kvarstår osäkerhet om styrkan i den kinesiska ekonomin och flera råvaruproducerande tillväxtländer visar tydliga tillväxtproblem. Det har också varit stora börsfall världen över och det finns frågetecken runt europeiska bankers motståndskraft. I USA har dock BNP-tillväxten och sysselsättningen utvecklats ganska bra. Det är främst industrin som påverkas av dämpad efterfrågan från tillväxtekonomierna medan tjänstsektorn fortsätter att driva tillväxten. I euroområdet är investeringsuppgången fördröjd och industriproduktionen har bromsat in en del. Men finansieringsvillkoren är gynnsamma för en mer varaktig investeringsuppgång. Euroområdets återhämtning bedöms dock bli något svagare än Riksbanken räknade med i den förra penningpolitiska rapporten.

Sammantaget har Riksbanken gjort en mindre nedrevidering av BNP-tillväxten i de länder som betyder mest för Sveriges handel (KIX-viktat).

Men enligt af Jochnicks bedömning finns det en risk för en sämre global tillväxt än i Riksbankens prognos, vilket skulle kunna bli en hämsko på den svenska tillväxten. Ett skäl hon lyfte fram var att det är svårt att veta vad som orsakat de stora nedgångarna i aktiekurserna internationellt och i Sverige. Nedgångar i aktiekursen för företag som är exponerade mot råvarubranscher eller Kina är begripliga. Men en del av aktieprisfallen kan också vara ett uttryck för att investerarna ser risken för en global konjunkturavmattning.

Om viktiga tillväxtländer bromsar in rejält kan det inte uteslutas att även utvecklade länder kommer att påverkas negativt, även om flera av dem gynnas av lägre energipriser.

af Jochnick konstaterade att prognosen för inflationen i omvärlden är nedreviderad. Oljeprisfallet står för en rätt stor nedrevidering av inflationsprognosen för 2016. En lägre prognos för underliggande inflation i euroområdet spelar också en viss roll.

Flera centralbanker bedriver en fortsatt expansiv penningpolitik för att stimulera ekonomin och för att få inflationen att stiga. När det gäller penningpolitiken i euroområdet så finns uttalanden från ECB som på marknaden ingett förväntningar om att

penningpolitiken kan bli än mer expansiv framöver för att bekämpa den låga inflationen och få upp den till målet. Ur ett svenskt tillväxtperspektiv skulle sådana ytterligare stimulanser vara positiva. Men samtidigt finns en risk att kronan skulle stärkas mot euron på ett sätt som inte vore fördelaktigt för inflationsutvecklingen.

af Jochnick såg det som besvärande att Riksbanken nu återigen tvingas revidera ner sin inflationsprognos för kommande år. Riksbanken har under de senaste åren reviderat ned inflationsprognosen vid flera tillfällen.

En samlad analys visar att under de senaste fem åren har den svaga konjunkturutvecklingen i omvärlden och därmed också en återhållen efterfrågan i Sverige spelat en viktig roll för den låga inflationen.

Växelkursen bidrog under en period också till att pressa ned inflationen. Men även råvarupriserna, framförallt på el och olja har dämpat inflationstrycket, både genom direkta effekter i konsumentledet och indirekta effekter via lägre kostnader för företagen. De senaste åren har dessutom företagen pressat sina marginaler mer än väntat.

Hon fortsatte med att säga att den nedrevidering av inflationsprognosen Riksbanken nu gjort för framförallt 2016 huvudsakligen förklaras av lägre inflationsutfall, lägre energipriser och av att hyresökningarna blivit lägre än Riksbanken förutsett. Men från slutet av 2016 väntas inflationen stiga igen. Då väntas energipriser och räntekostnader inte längre dämpa inflationstakten. Ökat resursutnyttjande och stigande löner väntas också bidra till att inflationen stiger.

Samtidigt såg hon att det finns en risk för ytterligare negativa överraskningar. Ett problem är att Sverige under flera år drabbats av upprepade händelser som bedömts påverka inflationen tillfälligt, men sammantaget bidragit till att inflationen varit under målet under lång tid. Detta ökar risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas och att det blir svårt att snabbt få upp inflationen mot målet igen.

Det är inte lätt att mäta inflationsförväntningar. Men i de mätningar som genomförts under 2015 har det funnits en trend upp i de långsiktiga inflationsförväntningarna. Med mycket låga energipriser under lång tid finns dock en risk att de långsiktiga inflationsförväntningarna påverkas negativt.

af Jochnicks bedömning var att det i detta läge vore farligt att slå sig till ro. Hon ansåg därför att det var viktigt att Riksbanken fortsatt tydligt agerar och gör penningpolitiken än mer expansiv. Det är viktigt att Riksbanken tydligt signalerar att den värnar inflationsmålet i linje med vårt uppdrag, underströk hon.

Som hon också tagit upp i ett tal tidigare i år så handlar värnandet av inflationsmålet också om att undvika för låga inflationsförväntningar och därmed skapa utrymme för en lägre realränta.³

Om Riksbanken hamnar i ett läge där inflationen understiger målet under lång tid så kan det minska Riksbankens möjlighet att via penningpolitiken stimulera ekonomin på ett önskvärt sätt när Sverige i framtiden kommer in i en ny lågkonjunktur, fortsatte hon.

Hennes bedömning var att Riksbankens reporäntesänkningar så här långt har haft effekt och att en räntesänkning ned till -0,50 procent ytterligare bidrar till att stimulera svensk ekonomi och i förlängningen till en högre inflation.

af Jochnick ville också slutligen säga några ord om de förberedelser Riksbanken vidtagit för att snabbt kunna köpa utländsk valuta och därigenom påverka kronkursen. Skälen bakom delegeringsbeslutet i början av januari var att kronan stärktes relativt snabbt under december 2015 och att en fortsatt förstärkning hade kunnat riskera den inflationsuppgång som Riksbanken räknar med. Efter annonseringen om detta beslut har kronan försvagats något och utvecklats i linje med Riksbankens prognos i december.

När det gäller Riksbankens verktygslåda för att stimulera svensk ekonomi ansåg hon att reporäntan i kombination med statspappersköpen var de verktyg som ligger närmast till hands för att ytterligare sänka räntenivån i svensk ekonomi.

Beträffande valutainterventioner var det hennes bedömning att Riksbanken bör ha högsta beredskap att intervensera om kronan snabbt stärks men att detta är en kortsiktig åtgärd och inte handlar om att påverka den långsiktiga kursen på kronan.

Avslutningsvis sade af Jochnick att Riksbanken i övrigt har utrymme att använda alla de åtgärder som tidigare aviserats om penningpolitiken behöver göras mer expansiv.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** började med att anknyta till sitt penningpolitiska ställningstagande vid mötet i december. Inför det mötet hade hon övervägt att föreslå ytterligare stimulanser. Men hon valde då att stödja den oförändrade penningpolitiken med hänvisning till den starka svenska konjunkturen, en redan expansiv penningpolitik och bedömningen att de inflationsbesvikelser som då hade kommit var tillfälliga.

Skingsley fortsatte med att konstatera att i det utkast till penningpolitisk rapport som idag föreligger har direktionen utgå från flera viktiga prognosrevideringar. Enkelt uttryckt handlar det om en svagare återhämtning i omvärlden, vilket bidrar till en något mindre stark tillväxt i Sverige, och låg inflation under längre tid till följd av lägre inflationsutfall, låga oljepriser och lägre förväntade hyresökningar.

³ Kerstin af Jochnick, "Ovanliga åtgärder i ovanliga tider - erfarenheter av Riksbankens okonventionella penningpolitik", anförande vid SACO 29 januari 2016.

Mot bakgrund av dessa nedrevideringar skulle det enligt Skingsley kunna vara ett enkelt beslut att stödja förslaget till räntesänkning. Men hon ansåg att hennes ställningstagande vid mötet var det svåraste hon haft sedan hon tillträdde direktionen. Hon gav två argument till varför det var med tvekan som hon kom att stödja en ytterligare räntesänkning.

Hennes första argument var den starka svenska ekonomin. Sedan reporäntan blev negativ för ett år sedan och obligationsköpen påbörjades har Sverige haft en mycket tydlig konjunkturförbättring. Den har överraskat prognosmakare världen över. Av 30 större ekonomier i världen är det endast några enstaka och tidigare krisdrabbade länder där tillväxtförväntningarna för 2016 har reviderats upp så mycket som för just Sverige. Hon ville också lyfta fram att Riksbankens prognoser för löner, som är en central faktor i inflationsbedömningen, har fått sällskap av allt fler andra prognosmakare. För några månader sedan ansåg många att Riksbankens löneprognoser låg för högt. Gällande resursutnyttjandet har Riksbanken i princip samma uppfattning som vid det penningpolitiska mötet i december. Sammantaget är förutsättningarna för stigande inflation därmed fortsatt goda.

Skingsleys andra argument för att tveka med ytterligare räntelättnad var kopplad till inflationsbilden. För henne har utmaningen med den låga svenska inflationen ändrat karaktär de senaste åren. Tidigare var det svensk inflation som var lägre än i många jämförbara länder. Men efter en lång rad penningpolitiska stimulansbeslut från Riksbanken under 2014 och 2015 är nu förhållandena omvända, med högre inflation i Sverige än i exempelvis euroområdet.

Den låga inflationen i Sverige kan allt mindre förklaras med en svag inhemsk efterfrågan. Skingsley ser därför i ökad uträkning svårigheter för den svenska penningpolitiken att parera den låga inflationen.

De senaste två månadernas inflationsutfall har varit besvikelser. Det medverkar till nedrevideringen av direktionens inflationsprognos framåt, sade Skingsley. Ytterligare oljeprisfall trycker ned prognoserna för KPI- och KPIF-inflationen. Men även prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi revideras ned, bland annat med hänvisning till oväntat låga hyreshöjningar. Hyressättningen har en stor korrelation med inflationen i stort och får med sina drygt 11 procent i KPI-korgen stort genomslag. Som direktionsledamot ställer hon sig därför frågan om man inte bör bortse från hyror i analysen vid det penningpolitiska ställningstagandet.

Men även om hyror exkluderas från prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi ser perioden med låg inflation ut att bli ungefär lika lång.

Skär man inflationsförloppet på en annan ledd, nämligen mellan varor och tjänster, är det tydligt att tjänstepriserna inte uppvisar någon tydlig uppgång, menade Skingsley. Vad detta beror på är för henne oklart. Tänkbara förklaringar skulle kunna vara att

tjänstepriserna inte mäts korrekt eller att det finns mer ledig kapacitet än vad Riksbankens bedömningar gör gällande. Hon frågade sig också om det kan handla om ökad konkurrens eller om ekonomins aktörer redan börjat räkna med betydligt lägre inflation framöver. Hon landade i att alla dessa nämnda förklaringar sannolikt spelar in bakom den svaga tjänsteprisutvecklingen.

Hon drar därför slutsatsen att inflationstrycket ännu inte stiger på ett sätt som gör henne trygg. Den svenska inflationen kommer istället i huvudsak från tidigare kronförsvagningar, menade hon. Tiden med låg inflation förlängs och därför anser hon att direktionen idag bör fatta ett beslut som bidrar till att kronan inte blir ett hot mot konjunktur- och inflationsförloppet i Sverige.

Skingsley underströk att det inte handlar om att försvaga eller hålla en viss kronkurs, men att parera så att kronan inte stärks för mycket för fort utöver den prognos Riksbanken redan har om starkare krona kommande år.

Hon ansåg att utkastet till den penningpolitiska rapporten på ett bra sätt beskriver riskerna med låg inflation under längre tid. Men hon ser också växande risker med att ytterligare sänka styrräntan.

Det går inte på förhand att definiera vid vilken nivå penningpolitikens genomslagskraft försämras. Teorierna på området räntans nedre gräns gör gällande att en centralbank kan fortsätta sänka styrräntan med genomslagsförmåga till dess att ekonomins aktörer börjar föredra att hålla kontanter framför att betala för inlåning, eftersom kontanter är räntefria. Eftersom inlåningsräntor ännu inte har blivit negativa, utom för en del större inlåningskunder, har reporäntan enligt hennes bedömning en god bit kvar till denna teoretiska gräns. Men eftersom banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken som banksystemet får betala för, finns risken att bankerna i bred mening försöker kompensera för dessa kostnader hos sina kunder. Ju lägre styrränta, desto högre blir bankernas kostnader när de deponerar likviditetsöverskottet hos Riksbanken. Om bankerna försöker kompensera för dessa ökade kostnader kan räntesänkningarnas stimulanseffekt minska på samhällsekonomin. Hon utesluter inte heller att en lång tidsperiod med negativa räntor kan bidra till kreativiteten i finanssektorn som försämrar styrräntesänkningarnas genomslagskraft redan på dagens styrräntenivåer.

Hon avslutade genom att sammanfatta sin ståndpunkt. Som utkastet till penningpolitisk rapport beskriver, och som hon ställer sig bakom, är omvärlden fortsatt osäker.

Efter direktionens beslut under det senaste året, som resulterat i omfattande penningpolitiska stimulanser vilket kraftfullt medverkat till en stark ekonomisk utveckling, är det dags att lyfta blicken. Direktionen behöver efter dagens beslut, menar hon, vila på hanen och noga väga intäkter mot kostnader. Hon räknar med att inflationsförloppet fortsatt förblir svajigt, men mot bakgrund av det hon just beskrivit kommer hon att ha större acceptans för prognosfel de kommande månaderna.

Hon är också beredd att acceptera att det kan ta lite längre tid än vad som förutses i nuvarande inflationsprognos innan 2-procentmålet nås.

Om det skulle bli aktuellt med att ta ställning till ytterligare penningpolitiska lättnader måste intäkterna var större än kostnaderna för henne. På intäktssidan ligger då potentiell stimulansseffekt, måluppfyllelse och allmänhetens förtroende för penningpolitiken. På kostnadssidan ligger å andra sidan potentiella problem i räntebildningen, men även på kostnadssidan väger hon in allmänhetens förtroende för penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han inte ställer sig bakom förslagen att sänka reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,50 procent och att sänka reporäntebanan. Han anser istället att reporäntan borde hållas oförändrad på -0,35 procent och att reporäntebanan också bör hållas oförändrad. Däremot ställer han sig bakom förslaget att tills vidare återinvestera förfall och kuponger på statsobligationsportföljen.

Idag är BNP-tillväxten i Sverige snabb. Enligt prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten kommer tillväxten vara klart över det historiska genomsnittet under de kommande åren. En annan viktig observation är att världshandeln med varor efter en nedgång, som visat sig vara temporär, återigen växer. Detta är mycket viktigt för en liten öppen exportberoende ekonomi som den svenska, menade Ohlsson. Resursutnyttjandet i den svenska ekonomin är också nära normalt och förväntas bli än högre. Detta talar enligt honom för att inflationen borde stiga i takt med att resursutnyttjandet ökar. En annan viktig observation är att konsumtionen av sällanköpsvaror, eller varaktiga varor, ökar. Detta tolkar han som att hushållen tror på framtiden och förväntar sig en god ekonomisk utveckling under de kommande åren.

Trenden för inflationstakten är fortsatt stigande. Månadsmätningarna varierar dock på ett oregelbundet sätt och många menar att de senaste månadsutfallen har varit besvikelser. Det är något som han kan förstå. Månadsmätningarna påverkas dock starkt av tillfälliga faktorer. Han är emellertid av den bestämda meningen att den stigande trenden är fortsatt tydlig. Det är viktigt att nå upp till inflationsmålet, men det är också viktigt att inse att detta kan ta tid.

Ohlsson konstaterade att vid den senaste mätningen i januari låg den förväntade årliga inflationstakten på fem års sikt på 1,9 procent bland aktörer på penningmarknaden. Detta är nära, men under inflationsmålet. Samtidigt kan vi se att inflationsförväntningarna på ett och två års sikt visserligen ligger klart under inflationsmålet men också är trendmässigt stigande, sade han.

Arbetskraftsundersökningarna (AKU) för december 2015 rapporterar en arbetslöshet på 6,7 procent (ej säsongrensad). Detta är en välkommen minskning med 0,3 procentenheter

jämfört med samma månad ett år tidigare. Arbetslösheten har alltså minskat under det senaste året, men den ligger fortfarande kvar på en för hög nivå enligt hans mening.

När Ohlsson vägrade samman behövet av en mer expansiv penningpolitik med riskerna förknippade med än kraftigare expansion, och när han ser till nackdelarna och fördelarna med de penningpolitiska medel som står till Riksbankens förfogande, kan han inte komma till någon annan slutsats än att reporäntan och reporäntebanan borde hållas oförändrade. Däremot ansåg han inte att penningpolitiken bör bli mindre expansiv. Därför ställde han sig bakom förslaget att tills vidare återinvestera förfall och kuponger på statsobligationsportföljen.

Hans bevekelsegrunder för dessa ställningstaganden är att han är övertygad om att den hittills beslutade penningpolitiken är tillräckligt expansiv. Det är viktigt att ha tålamod och att invänta effekterna av den expansiva penningpolitiken på inflationstakten.

Samtidigt kan en alltför snabb förstärkning av kronan komma att hota möjligheterna att nå inflationsmålet. Ohlsson underströk att penningpolitiken visserligen inte har ett mål för växelkursen men att dess utveckling påverkar inflationsutvecklingen. Han bedömde att det finns situationer då interventioner på valutamarknaden är det bästa alternativet för att motverka en utveckling där kronan stärks alltför snabbt. Han noterade dock i detta sammanhang att kronan under den senaste tiden framför allt har stärkts gentemot valutor vars värde till stor utsträckning styrs av råvarupriser, och då främst oljepriset.

En viktig utgångspunkt för Ohlsson är att en stigande inflation inte enbart ska komma från en försvagad krona. Som han ser det handlar det snarare om att inflationsmålet ska nås genom prisökningar som är resultatet av en ökad inhemsk aktivitetsnivå eller, med andra ord, ett ökat inhemskt resursutnyttjande.

Således ansåg han att det är en väl avvägd expansiv penningpolitik, med hänsyn till behov av och risker med en mer expansiv penningpolitik, att i den situation som den svenska ekonomin nu befinner sig i lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade på en låg nivå samt att fullfölja det tidigare beslutade programmet för köp av statsobligationer.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att konstatera att vid det senaste penningpolitiska beslutet i december föreföll läget för inflationen hyggligt stabilt. Det mest sannolika var en låg ränta i kombination med mycket god tillväxt fram till den tidpunkt när en god efterfrågan internationellt och i Sverige lyfter efterfrågan så att inflationen når målet på två procent. Den bilden ändrades ganska snabbt därefter när kronan började stärkas för fort, vilket krävde särskilda åtgärder, och inflationsbilden började försämrats med en än mer utdragen period med låg inflation samtidigt som diskussioner fördes om en än mer expansiv penningpolitik i vår omvärld. Det sistnämnda som en konsekvens av den bild som vuxit fram. Det är mot den bakgrunden han gör sitt inlägg idag, sade Ingves.

Trots en ganska likartad bedömning av den realekonomiska utvecklingen med stabil världstillväxt, växande handel och god tillväxt i Sverige gör Riksbanken nu en påtaglig nedrevidering av inflationsprognosen samtidigt som penningpolitiken i vår omvärld förefaller bli än mer expansiv. Mot den bakgrunden ställs direktionen inför valet att å ena sidan agera proaktivt, som gjorts tidigare, eller å andra sidan vänta och se oberoende av vad som sker i vår omvärld. Båda strategierna kan fungera och det är inget enkelt val vi har att göra, sade Ingves. De slutsatser man kommer fram till är inte självklara men beslut ska ju fattas ändå. För hans egen del tycker han att Riksbankens proaktiva strategi har fungerat så här långt och han är inte beredd att släppa det spåret nu eftersom det kan leda till ett ännu svårare läge längre fram när det gäller att få upp inflationen och en oroande utveckling skall vändas. Därför stöder han förslaget att nu sänka reporäntan till -0,50 procent, revidera ned reporäntebanan, fortsätta köpen av statsobligationer enligt den plan som beslutades i oktober förra året samt skapa klarhet när det gäller att tills vidare återinvestera förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport. Värt att särskilt notera är nedrevideringen av inflationsprognosen och det avsnitt i kapitel 1 som fångar beslutsläget, sade han.

Sedan den förra penningpolitiska rapporten i december har de finansiella marknaderna präglats av globala börsfall och lägre räntor på statsobligationer. Ökad osäkerhet om utvecklingen i Kinas ekonomi och stora nedgångar i oljepriset har bidragit till det. När det gäller konjunkturutsikterna har de också försvagats i många tillväxtländer som exporterar råvaror. Han noterade att råvaruexporterande tillväxtländer där även företagen och staten har svaga balansräkningar är särskilt sårbara och står inför betydande anpassningsbehov. När kreditflödena till snabbväxande länder varit gynnsamma brukar det vända när penningpolitiken byter riktning. Då brukar också åtminstone något eller några av dessa länder få vanliga klassiska problem med kort upplåning i utländsk valuta, budgetunderskott och bytesbalansunderskott.

I utvecklade länder, som betyder mer för Sveriges handel, bedöms dock återhämtningen fortsätta. Ett skäl är att terms-of-trade förbättras i länder med stor oljeimport. Dessutom ligger förtroendeindikatorerna för hushåll och företag på rätt goda nivåer.

I USA har industrisektorn bromsat in bland annat som en följd av en nedgång i oljesektorn och en starkare dollar. Men lägre oljepriser gynnar också konsumtionen. Och god tillväxt i tjänstesektorn, som spelar stor roll i ekonomin, har bidragit till att arbetsmarknaden och bostadsmarknaden utvecklas bra. En framtida fråga blir hur länge den goda konjunkturutvecklingen håller i sig och vad som då sker med penningpolitiken längre fram.

Även i euroområdet har industrisektorn bromsat in och investeringarna är svaga. Men hushållens förtroende indikerar optimism. Utlåningen till företagen ökar. Finansieringsvillkoren är gynnsamma. Det talar för en återhämtning enligt Ingves, även

om den blir något svagare än vad Riksbanken räknade med i den förra penningpolitiska rapporten. Den stora, och för oss viktiga frågan, är vad som händer med inflationstakten där vi gjort en kraftig och oroande nedrevidering i rapporten, sade Ingves.

Sammantaget bedöms den KIX-viktade inflationen i omvärlden öka marginellt från 1,1 procent 2015 till 1,2 procent 2016 för att därefter stiga till drygt 2 procent 2017 och 2018. Det är en prognos som påminner om den för Sverige, vilket väcker frågan hur mycket, eller litet, Sverige egentligen kan avvika i inflationstakt från våra största handelspartners? Det är kanske inte en fråga för dagen, men väl värd att fundera på längre fram, menade Ingves.

När det gäller den svenska ekonomin konstaterade Ingves att den fortsätter att vara stark. Överlag ses en fortsatt bred efterfrågan på svenska varor och tjänster, sade han. Inhemsk efterfrågan gynnas av det låga ränteläget, ökande sysselsättning och en snabbt växande befolkning. Till det kommer god efterfrågan från omvärlden. Den svenska exporten har gynnats av en snabbt växande tjänsteexport.

Inflationen mätt med KPIF, som har stigit trendmässigt, har blivit lägre än väntat de senaste månaderna. Det har bidragit till att inflationsprognosen för 2016 är påtagligt nedreviderad. Den senaste tidens oljeprisfall bidrar till lägre priser på drivmedel och el, men det finns även indirekta effekter på inflationen, till exempel genom lägre kostnader för transporter. Till det kommer att inflationen dämpas av lägre hyresökningar än väntat.

Ingves sade att en viktig faktor när han övervägt vad Riksbanken bör göra vid detta beslutstillfälle är att penningpolitiken i omvärlden bedöms bli något mer expansiv än i föregående rapport. Federal Reserve höjde visserligen i december 2015 sin styrränta för första gången sedan finanskrisen men signalerade att framtida höjningar förväntades ske långsamt. ECB utökade sina obligationsköp och sänkte inlåningsräntan i början av december 2015, men lämnade räntorna oförändrade i januari. ECB har nu dessutom kommunicerat att centralbanken möjligen kan besluta om mer expansiva åtgärder vid det penningpolitiska mötet i mars, vilket många marknadsaktörer också tycks förvänta sig. Företrädare för ECB har också sagt att inflationsprognosen kan komma att revideras ned. Centralbanken i Japan sänkte i januari för första gången inlåningsräntan till en negativ nivå. Antalet centralbanker med negativ ränta har alltså ökat, vilket enligt Ingves understryker att den nedre gränsen för räntan inte går vid noll.

När det gäller penningpolitiken i omvärlden är det fortfarande viktigt att vi inte i efterhand tvingas reagera på att den blir mer expansiv, ansåg Ingves. Vi måste nu göra riskbedömning av två olika alternativ, agera nu eller vänta på mer information, sade han.

Han var av uppfattningen att direktionen bör vara proaktiv, på samma sätt som när den under det senaste året har beaktat ECB:s köp av statsobligationer i vår penningpolitik. Det är betydligt svårare att i efterhand hantera ökade penningpolitiska stimulanser i omvärlden. Det talade enligt honom för en mer expansiv penningpolitik idag.

För närvarande utvecklas realekonomin i Sverige starkt, trots att inflationen är låg. Det är en väldigt ovanlig situation. Tillväxten är hög och arbetslösheten faller. Inflationen väntas ändå bli lägre än väntat det närmaste året innan den sedan väntas börja stiga mot målet. Det är viktigt att vi gör allt vi kan för att så sker, sade Ingves.

Han fortsatte med att konstatera att direktionen vid många tidigare tillfällen väntat sig att inflationen skall börja stiga. Redan i den penningpolitiska rapporten i februari 2012 räknades med låg inflation under det år den publicerades och sedan en uppgång mot målet. Nu är trenden stigande sedan en tid tillbaka, men det är uppenbart att det tar tid innan vi kan se mer normala samband mellan räntan och andra ekonomiska variabler, sade han.

Till det kommer att penningpolitik idag är något mer än bara en kort styrränta. Det handlar om ett helt spektrum av räntor på olika löptider, styrsystemens utformning, köp av statsobligationer och andra tillgångar och eventuella interventioner på valutamarknaden. Det kan därför vara viktigt enligt Ingves att framöver analysera mått på hur den samlade penningpolitiken påverkar inflation och resursutnyttjande. Just nu laborerar vi både med priset på pengar, den negativa räntan, och kvantiteten pengar, likviditetsöverskottet, och eventuellt priset på pengar i förhållande till andra valutor. Det är med andra ord ett synnerligen aktivt bruk av Riksbankens balansräkning där vi alltmer avlägsnar oss ifrån modellernas värld och det minimalistiska styrsystem som fungerade under "the great moderation" i början av 2000-talet.

Vi vet också av erfarenhet att någon gång framöver kommer konjunkturen att mattas av, sade han. Det är viktigt att inflationen når målet innan dess. Om ekonomin börjar bromsa in när styrräntan är noll eller rentav negativ skulle det kunna innebära en mycket besvärlig situation för penningpolitiken längre fram.

Ingves uttryckte sedan sin oro för utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden. Hushållen fortsätter att låna alltmer och bostadspriserna fortsätter att stiga. Ett tecken på att bostadsmarknaden är dysfunktionell är enligt honom att de förväntade hyresökningarna reviderats ned samtidigt som bostadsmarknaden går för högtryck. Det dämpar dessutom inflationsprognosen eftersom hyrorna ingår i KPI. I det här avseendet är signalsystemet absurt! Han ansåg att det är ytterst angeläget att grundläggande reformer genomförs på bostadsmarknaden. Det behövs också reformer som minskar incitamenten för hushållen att skuldsätta sig. Om det inte görs finns uppenbara risker för en mycket dålig samhällsekonomisk utveckling varnade han. Fortsätter utvecklingen som idag kommer hushållens skulder i förhållande till disponibla inkomster att i grova drag ha fördubblats från 100 procent till 200 procent under en tjugoårsperiod. Det riskerar att bli en börda under lång tid framöver och också en riskabel sådan eftersom väldigt många hushåll lånar till rörlig ränta.

Ingves menade att i rådande läge är det ex ante inte uppenbart vilka beslut som bör fattas. Han sade sig vidare förstå de som kommer till en annan slutsats, men enligt hans mening är det bättre att förekomma än förekommas och därför är det nu lämpligt att göra penningpolitiken än mer expansiv. Vidare behöver vi ha fortsatt beredskap att vidta ytterligare åtgärder, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, sade han. Det är möjligt att sänka reporäntan ytterligare, kanske vidta andra åtgärder i styrsystemet som stödjer den negativa reporäntan, samt köpa mer nominella statsobligationer och/eller börja köpa reala statsobligationer. Han är också beredd att med kort varsel intervensera på valutamarknaden om kronans utveckling hotar inflationsuppgången. Han avslutade med att säga att den beslutsmeny som är på agendan idag i det här avseendet fångar hans syn väl.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att Riksbanken och andra ofta lyfter fram risker förknippade med ett lågt ränteläge. Han betonade att hans invändning mot räntesänkningen vid det penningpolitiska mötet inte var motiverad av sådana risker. Dessa risker hade enligt honom knappast blivit mindre om direktionen hade följt hans linje och avstått från en räntesänkning vid mötet. Utan en räntesänkning skulle det förstås finnas en risk att det tar ännu längre tid innan inflationen stiger och innan räntan kan höjas till mer normala nivåer. Kopplat till hans förslag att hålla reporäntan oförändrad vid mötet såg han därför en reporäntebana som ligger kvar på en låg nivå åtminstone lika länge som i den räntebana som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Hur reporäntan och det internationella ränteläget kommer att utvecklas på några års sikt är förstås mycket osäkert, fortsatte Flodén. Men den senaste tidens utveckling i världsekonomin tyder definitivt på att tiden med mycket expansiv penningpolitik i omvärlden kan bli ännu längre än vi tidigare trott. Dessutom har realräntorna i världsekonomin under flera decennier, det vill säga även före finanskrisen, fallit trendmässigt. Flera studier tyder på att den här nedgången drivs av faktorer som är mycket persistenta.⁴ Om det stämmer ska man knappast räkna med några större uppgångar i det svenska eller internationella ränteläget under kommande år oavsett vilken penningpolitisk strategi Riksbanken väljer att följa. Riskerna förknippade med lågräntemiljön kan därför inte hanteras av penningpolitiken, utan måste hanteras med andra medel. Det handlar till exempel om att banker, företag och placerare ska anpassa sina avkastningskrav till de låga räntorna. Och det handlar om att stärka upp bolånemarknaden så att den även kan klara av en ränteuppgång som kan komma att bli snabbare och till högre nivåer än vad marknaderna nu prissätter som mest troligt.

⁴ Se till exempel Lukasz Rachel och Thomas Smith, Secular drivers of the global real interest rate, Staff Working Paper No. 571, Bank of England, december 2015.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** sa att hon delar Ingves syn att bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning fortsatt behöver få hög uppmärksamhet. När direktionen nu ytterligare sänker reporäntan finns en risk att bostadspriserna stiger än mer och hushållens skulder ökar. Behovet av åtgärder för att få en väl fungerande bostadsmarknad i Sverige är mycket stort liksom behovet att se över skattesystemet i de delar som påverkar hushållens incitament till skuldsättning. Därtill kommer behovet av att ge Finansinspektionen ett tydligt makrotillsynsmandat. Hon ansåg att det är välkommet att amorteringskravet nu verkar komma på plats. Det behöver dock kompletteras med ett bredare mandat för Finansinspektionen att agera. Om inga åtgärder vidtas kan dessa risker i kombination med det låga ränteläget skapa stora kostnader för svensk ekonomi längre fram.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** ville återkoppla till hennes tidigare inlägg om att det kan finnas skäl att bortse från hyresökningarna när Riksbanken bedriver penningpolitik. Som redan konstaterats så handlar en del av inflationsrevideringen denna gång om att de hyresavtal som slutits så här långt (cirka 60 procent) pekar mot lägre än väntade ökning framöver. Dessa låga hyresökningar bekräftar för henne den totala avsaknaden av marknadsinflytande på svenska hyror, eftersom hyresökningarna kan vara så låga samtidigt som den öppna delen av bostadsmarknaden fortsätter att präglas av bostadsbrist och fortsatt stora prisuppgångar. Som skäl för låga hyresökningar anförs bland annat den låga räntenivån och den låga inflationen.

Detta väcker funderingar för framtiden för oss som sköter penningpolitiken, sade hon. En närmare granskning av de senaste tio årens hyror visar en tydlig korrelation mellan reporänta och hyresutveckling. Hyror uppvisar därmed samma beteende som boräntekostnaderna i KPI, det vill säga drar ned KPI när Riksbanken sänker styrräntan och höjer KPI när Riksbanken höjer styrräntan. Eftersom hyror utgör drygt 11 procent i KPI-korgen menade hon att det är dags att ställa sig frågan om en icke-marknadspåverkad tjänst, som dessutom har en betydande vikt, verkligen ska ingå i inflationsbedömningen när Riksbanken bedriver penningpolitik.

Inflationsmättet KPIF beräknas genom att effekterna från förändrade boräntekostnader exkluderas. På det sättet utvärderas penningpolitiken på ett bredare sätt, vilket hon tycker är centralt. Men hon anser också att Riksbanken behöver göra en djupare analys och ställa sig frågan om måttet inflation exklusive hyror kan bli relevant vid de penningpolitiska ställningstagandena. Det bör åtminstone vara en levande fråga för oss så länge hyressättningen fungerar som den gör, menade hon.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** höll med Skingsley om att det är viktigt att analysera hur hyror påverkar de olika inflationsmått Riksbanken använder sig av. I det sammanhanget kan det vara intressant att närmare studera hur andrahandshyror avviker från förstahandshyror, menade han.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ville kommentera räntebanan. Givet Riksbankens prognos så kommer räntan vara negativ ett bra tag framöver, vilket är synnerligen ovanligt, sade han. Samtidigt är det extra viktigt att betona att osäkerheten är extra stor idag givet penningpolitiken i vår omvärld. Han ville därför återigen slå fast, liksom många gånger tidigare, att räntebanan när man blickar tre år framåt i tiden är en prognos och inte ett löfte. När många andra centralbanker också har negativa styrräntor är osäkerheten extremt stor.

Vice riksbankschef **Per Jansson** underströk att han fullt ut höll med Ingves och af Jochnick när det gäller deras syn på den svenska bostadsmarknaden och hushållens skulder. Problemen är stora och det brådskar med åtgärder, inklusive att möjliggöra för Finansinspektionen att självständigt fatta beslut i makrotillsynsfrågor.

Jansson ville också ta tillfället i akt att uttrycka sitt stöd för det som Skingsley sagt om hyressättningen i Sverige. Att få in bostadspriser på ett bra sätt i ett konsumentprisindex är ett allmänt problem som inte bara finns i Sverige. Metoderna som idag används har en tendens att ge resultatet att konsumentprisindex ökar mycket beskedligt även när bostadspriserna stiger relativt snabbt. Men för svensk del är problemen särskilt svårartade då vi valt att inkludera både räntekostnader för egnahem och hyror i konsumentpriserna samtidigt som hyror inte sätts med hänsyn till utbuds- och efterfrågeförhållanden på bostadsmarknaden. Det ger det konstraintuitiva resultatet att snabbt stigande bostadspriser knappt lämnar något positivt bidrag alls till utvecklingen av konsumentpriserna. Och om räntor, så som sker nu, samtidigt faller så kan bidraget till och med få fel tecken. Så han delade därför helt Skingsleys syn att Riksbanken bör fundera mer på hur detta ska hanteras i inflationsanalysen och i förlängningen också i penningpolitiken.

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. Han noterade att flera ledamöter fört fram nedåtrisker kopplade till osäkerhet på finansmarknaden och konjunkturutsikterna för omvärlden. Ledamöterna har även noterat att inflationen är låg i omvärlden och att flera centralbanker väntas bedriva en mycket expansiv penningpolitik.

I Sverige väntas konjunkturen fortsätta att stärkas. Men oväntat låga inflationsutfall tillsammans med lägre energipriser och hyresökningar än väntat innebär att inflationen bedöms utvecklas svagare under 2016 jämfört med bedömningen i december.

Ledamöterna har på olika sätt vägt för- och nackdelar förknippade med vilket penningpolitiskt beslut som ska fattas givet de förändringar som skett i synen på läget sedan december. Flera ledamöter noterade att svensk konjunktur nu stärks tydligt och att inflationen är nedreviderad, delvis av faktorer som inte beror på efterfrågeutvecklingen, vilket skulle kunna tala för att lämna reporäntan oförändrad. Men även om inflationen

väntas stabiliseras runt inflationsmålet under 2017 innebär nedrevideringen 2016 att perioden med låg inflation blir ännu längre. Flera framhöll att det ökar risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas och därmed också för att inflationen inte stiger mot målet som förväntat. De noterade också att svensk penningpolitik påverkas av vad andra centralbanker gör. Om penningpolitiken i omvärlden görs än mer expansiv riskerar kronans växelkurs att stärkas snabbare än i prognosen, vilket skulle göra det svårare att få upp och stabilisera inflationen runt 2 procent. Det skulle också kunna försämra förutsättningarna för en god realekonomisk utveckling.

En majoritet ansåg att det mot denna bakgrund är lämpligt att nu sänka reporäntan till -0,50 procent för att ge stöd åt inflationen.

Två ledamöter förespråkade istället en oförändrad reporänta. Ingves noterade att de delade majoritetens oro för låg inflation även om de kom till en annan slutsats om räntan vid detta tillfälle.

Direktionen var enig om att köpen av statsobligationer ska fortsätta enligt den plan som beslutades i oktober och att tills vidare återinvestera förfall och kuponger på statsobligationsportföljen.

En majoritet förespråkade vidare ett förlängt mandat för valutainterventioner. En ledamot reserverade sig mot detta med motiveringen att valutainterventioner inte vore en lämplig åtgärd i nuläget.

Ingves konstaterade att direktionen också var enig om att det är viktigt med en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om det behövs för att värna förtroendet för inflationsmålet.

§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A samt
- att sänka reporäntan till -0,50 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen 17 februari 2016.
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 11 februari 2016.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan. Han menade att reporäntan och räntebanan borde lämnas oförändrade.

Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan. Han förespråkade att reporäntan borde lämnas oförändrad.

§5. Mandat för valutainterventioner

Fördes särskilt protokoll.

§6. Beslut om återinvestering av förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

§7. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att torsdagen den 11 februari 2016 kl. 9.30 offentliggöra besluten under §§ 4, 5, utom bilaga B till det särskilda protokollet, och 6 med motivering i ett pressmeddelande samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 22 februari 2016 kl. 9.30.

§§ 4 - 7 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