



# Penningpolitiskt protokoll

DECEMBER 2014



# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 15 december beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på noll procent, och bedömer att reporäntan behöver vara kvar på noll under en något längre tid jämfört med prognosen i oktober.*

Konjunkturåterhämtningen i omvärlden fortsätter men det är stora skillnader i tillväxt mellan länderna. I USA och Storbritannien är tillväxten god medan utvecklingen i euroområdet är fortsatt dämpad. Oljepriset har fallit kraftigt. Det lägre oljepriset bedöms ge en viss positiv stimulans åt tillväxten i många länder. Samtidigt innebär prisfallet att prognosen för inflationen i omvärlden är lägre.

Den svenska konjunkturen fortsätter att förbättras. Sedan oktober har den ekonomiska utvecklingen varit i linje med Riksbankens prognos. BNP och sysselsättning bedöms fortsätta stiga.

Men inflationen är för låg och bedöms bli något lägre under en tid, främst till följd av det fallande oljepriset. Därtill har inflationsförväntningarna på längre sikt sjunkit ytterligare något och ligger under inflationsmålet på 2 procent. För att inflationen ska stiga mot målet tillräckligt snabbt och för att minska risken att inflationsförväntningarna på längre sikt fortsätter att falla behöver penningpolitiken bli mer expansiv.

Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på noll procent och bedömer att reporäntan behöver vara kvar på noll under en något längre tid jämfört med prognosen i oktober. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Den låga räntan väntas tillsammans med stigande efterfrågan från omvärlden leda till att den ekonomiska aktiviteten i Sverige ökar under de närmaste åren. Då kan företagen höja sina priser och på så vis i större utsträckning föra över sina kostnadsökningar till konsumenterna. Därmed väntas inflationen stiga. Den nya räntebanan innebär att reporäntan ligger kvar på noll procent tills KPIF-inflationen är nära 2 procent. Först under andra halvåret 2016 bedöms det vara lämpligt att börja höja räntan.

Skulle penningpolitiken behöva bli ännu mer expansiv handlar det i första hand om att fortsätta skjuta på en första höjning av reporäntan. Riksbanken förbereder även ytterligare åtgärder som kan användas för att göra penningpolitiken mer expansiv. Sådana åtgärder ska vid behov kunna presenteras med start från nästa penningpolitiska möte.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 6

DATUM: 2014-12-15

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  
Cecilia Skingsley

Michael Lundholm, fullmäktiges vice  
ordförande

Claes Berg  
Charlotta Edler  
Heidi Elmér  
Lina Fransson  
Eric Frieberg  
Christoffer Grände (§ 1)  
Ann-Christine Högberg  
Martin W Johansson  
Anna Lidberg  
Henrik Lundvall  
Mårten Löf  
Ann-Leena Mikiver  
Christina Nyman  
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1)  
Maria Sjödin  
Ulf Söderström  
Sara Tägtström  
David Vestin  
Anders Vredin

Det antecknades att Anna Lidberg och Sara Tägtström skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1 och 2.

## **§1. Den ekonomiska utvecklingen**

Carl-Fredrik Pettersson från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har fokus på de finansiella marknaderna i hög grad riktats mot det fallande oljepriset, som i dollar har fallit med ytterligare 30 procent sedan oktobermötet. Det finns tecken på att den finansiella oron på marknaderna har tilltagit de senaste dagarna. Aktiemarknaderna har noterat nedgångar under december månad samtidigt som oviljan att ta risk har tagit sig uttryck i att olika mått på osäkerhet på finansiella marknader har stigit.

Statsobligationsräntor har fallit i Sverige och i omvärlden till följd av fortsatt osäkerhet kring tillväxten på flera håll i omvärlden. Centralbankerna i omvärlden väntas även fortsättningsvis gå i otakt, där ECB väntas föra en än mer expansiv penningpolitik de närmsta åren medan Federal Reserve och Bank of England väntas höja styrräntorna under 2015. Ett orosmoment på marknaden är det stundande presidentvalet i Grekland, som har fått räntor på grekiska statsobligationer att stiga. Det har även spillt över på statsobligationsräntor i Spanien och Italien. Såväl den svenska som den tyska tioårsräntan har dock noterats till rekordlåga nivåer.

Inflationsförväntningarna har fallit, såväl i Sverige som internationellt. Enligt Prosperas enkät har de långsiktiga inflationsförväntningarna i Sverige trendmässigt sjunkit sedan senare delen av 2011.

Ulf Söderström, biträdande chef för Avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 9 och 10 december. På ett möte med direktionen den 12 december bordlades utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har inflationen utvecklats i linje med Riksbankens prognoser. Jämfört med oktoberrapporten är nu prognosen för inflationen mätt med KPI med fast bolåneränta (KPIF) något nedreviderad i närtid till följd av lägre oljepriser och något långsammare hyresökningar. Revideringen dämpas dock av en något svagare krona och en högre ökningstakt i elpriserna framöver. KPIF-inflationen väntas nå 2 procent i mitten av 2016. På lite längre sikt är inflationsprognosen uppreviderad till följd av att kronan väntas förstärkas något senare än i prognosen från oktober. De långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit ytterligare något sedan oktobermötet och ligger under inflationsmålet på 2 procent. Givet de låga inflationsutfallen är nedgången i förväntningarna ungefär som väntat men det är bekymmersamt om trenden fortsätter.

Konjunkturutvecklingen i omvärlden har i stort sett varit i linje med den bedömning som gjordes i oktober. Återhämtningen i omvärlden antas fortgå men långsamt och i otakt. Det stora fallet i oljepriset sedan i oktober tolkas främst som utbudsdrivet och bedöms ge en viss positiv stimulans till tillväxten i USA och euroområdet. Det motverkas dock till stor del av en svagare utveckling i råvaruproducerande länder, samt Kina och Japan. KIX-viktad BNP är därför i stort sett oförändrad över hela prognosperioden jämfört med i oktober. Den KIX-viktade inflationsprognosen är kraftigt nedreviderad 2015 till följd av oljeprisfallet.

Även den ekonomiska utvecklingen i Sverige har varit i linje med oktoberprognosen. Endast marginella förändringar har gjorts av den svenska BNP-prognosen. Lägre oljepris och något svagare växelkurs bidrar till lite högre tillväxt medan införandet av amorteringskravet dämpar tillväxten marginellt. Arbetsmarknaden bedöms bli något svagare i slutet av 2014 och början av 2015 jämfört med bedömningen i oktober. Hushållens skulder i förhållande till deras disponibla inkomst ökar i prognosen och har reviderats upp något jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober.

För att inflationen ska stiga mot målet tillräckligt snabbt och för att minska risken att inflationsförväntningarna på längre sikt fortsätter att falla bedöms reporäntan behöva ligga kvar på noll procent under en något längre tid än enligt bedömningen i oktober. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk uppföljning är betingade på att reporäntan ligger kvar på noll procent fram till andra halvåret 2016 för att därefter stiga gradvis till 1,45 procent i slutet av 2017.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han ställer sig bakom förslaget att behålla reporäntan på noll procent och den reviderade räntebanan som gör penningpolitiken något mer expansiv.

Återhämtningen i omvärlden fortsätter, bland annat som en följd av att centralbankernas penningpolitik är mycket expansiv. Men utvecklingen är fortfarande ojämn. I USA fortsätter ekonomin att förbättras. Företagens vinster är goda. Arbetsmarknaden utvecklas väl vilket gynnar hushållens inkomster och konsumtion. I euroområdet har återhämtningen gått trögare, bland annat som en följd av att skuldanpassningen gått alltför långsamt, menade han. Kvalitetsöversynen av de europeiska bankerna är dock klar och det finns tecken på en viss stabilisering av kreditmarknaden. En marginell upprevidering görs av prognosen för BNP-tillväxten i euroområdet. Ingves underströk att det råder fortsatt stor osäkerhet i flera euroländer om kvarstående obalanser, konkurrenskraft, statsfinansernas hållbarhet och reformprocessen. Euroområdet verkar

därmed ha långt kvar till långsiktig jämvikt och en stabil tillväxt, enligt honom. Konjunkturbilden är med andra ord precis så spretig som Riksbanken påpekat tidigare.

Ingves övergick sedan till att diskutera oljeprisfallet och dess effekter på inflation och tillväxt. Han inledde med att konstatera att oljepriset har fallit kraftigt under hösten. Sedan i somras har oljepriset i dollar fallit med mer än 40 procent. Prisfallet beror sannolikt både på utbudseffekter, såsom ökat utbud från USA:s skifferoljetillgångar och några traditionella oljeproducenter, och dämpad efterfrågan bland annat i Kina och euroområdet.

Ingves menade att slutsatserna av effekterna från oljepriset i dagens konjunkturläge inte är självklara. Å ena sidan har oljeprisnedgången dämpat det globala inflationstrycket. Riksbanken har därför reviderat ned den KIX-viktade inflationen med 0,5 procentenheter till 1,5 procent nästa år. Å andra sidan bidrar det lägre oljepriset samtidigt till ett något ökat konsumtionsutrymme, vilket ger en viss positiv stimulans till tillväxten i USA och euroområdet. Vid tidigare perioder med stora oljeprisfall, till exempel 1986 och 1997-1998, har det bidragit till att stimulera BNP-tillväxten i utvecklade länder. Men då var också penningpolitiken mer stimulerande genom att centralbankerna sänkte styrräntorna. Nu är styrräntorna i flera länder noll eller nära noll, vilket begränsar utrymmet för konventionell penningpolitik.

Det låga oljepriset och dess effekter kan komma att påverka hur länge penningpolitiken fortsätter vara expansiv i vår omvärld, menade Ingves. Det kan även påverka omfattning och utformning av kompletterande penningpolitiska åtgärder. Prognoserna för realekonomin och inflation ser olika ut i olika regioner. På marknaden räknar man med att räntan börjar höjas i USA och Storbritannien i slutet av nästa år, men att det sker i långsam takt, medan räntan antas ligga still de närmaste tre åren i euroområdet. ECB har annonserat att dess avsikt är att expandera sin balansräkning med 1 biljon euro i syfte att få upp inflationen. Ändras den här bilden påverkas sannolikt också den svenska penningpolitiken.

Ingves konstaterade att när det gäller den svenska ekonomin är prognosrevideringarna små jämfört med i oktober. Oljeprisnedgången gynnar också BNP-tillväxten i Sverige, men inte lika mycket som i till exempel USA. Dessutom bedöms kronan förstärkas lite senare än vad som antogs i oktober, vilket också är positivt för tillväxten. Finansinspektionens förslag på amorteringskrav dämpar dock hushållens konsumtion något. Det är att betrakta som en slags investering för framtiden genom att på sikt dämpa hushållens skulder, menade han.

Drivkrafterna för tillväxten i Sverige är en tilltagande omvärldstillväxt som gynnar svensk export och investeringar. När tillväxten normaliseras avtar den allmänna osäkerheten om framtiden, vilket också bidrar till att investeringar som skjutits upp realiserar.

Inflationen är fortsatt låg. Ingves noterade att företagen uppenbarligen har svårigheter att föra över sina kostnadsökningar till de priser kunderna möter. Prisökningstakten på livsmedel och tjänster är lägre än de historiska genomsnitten. Till det kommer det fallande oljepriset. Inflationsförväntningarna på 5 års sikt har dessutom trendmässigt gått ned och det är en trend som måste brytas.

Han påpekade att inflationsprognosen på kort och medellång sikt har reviderats ned till följd av lägre oljepriser och förväntningar om något lägre hyresökningar. Det motverkas dock något av en svagare krona. På längre sikt är inflationsprognosen något uppreviderad mot bakgrund av att penningpolitiken är något mer expansiv. På arbetsmarknaden ökar sysselsättningen. Antalet nyanmällda lediga platser har ökat rejält under året, medan varsel om avsked ligger kvar på en låg nivå.

Ingves ansåg att det för närvarande råder en ganska märklig kombination av hygglig fart i realekonomin samtidigt som inflationen har varit låg och/eller lägre än väntat. Det är inte ett normaltillstånd. Vi tycks vara rätt långt från ett långsiktigt jämviktsläge, sade Ingves och gav tre exempel på detta:

Först konstaterade han att arbetslösheten minskar gradvis, men fortfarande ligger högre än i till exempel Tyskland. Det finns tecken på att matchningen på svensk arbetsmarknad har försämrats efter krisen.<sup>1</sup> En stor del av den försämrade matchningen efter krisen kan förklaras av sammansättningen av gruppen arbetslösa.

Det pågår också en strukturomvandling i svensk ekonomi med en krympande industrisektor och en växande tjänstesektor. De branschvisa obalanserna tycks ha ökat. Efter 2009 har bristtalen för personal i vissa tjänstebanscher och tekniska tjänstemän i industrin ökat medan bristen på yrkesarbetare varit låg.

Den pågående strukturomvandlingen och risken för sämre matchning på arbetsmarknaden försvårar bedömningen av produktionsgap och resursutnyttjande, menade han. Konjunkturinstitutet har till exempel reviderat upp jämviktsarbetslösheten (2013-2015), bland annat som en följd av förändringar i arbetskraftens sammansättning.

Ett annat centralt bekymmer är att bostadspriserna och hushållens skuldsättning ökar snabbt. Ingves påpekade, som han gjort många gånger tidigare, att det skulle behövas två styrräntor – en för företag och en annan, högre, ränta för hushållen. Framöver räknar Riksbanken med att hushållens skulder stiger snabbare än inkomsterna, vilket också ökar behovet av beslut om åtgärder inom andra politikområden än penningpolitik. Det finns en lista på tänkbara åtgärder, där bland annat skärpning av bolånetaket och reducerade ränteavdrag för hushållens bostadslån och förbättring av bostadsmarknadens funktionssätt ingår.

---

<sup>1</sup> Christina Håkanson, "En tudelad arbetsmarknad – om matchningen på den svenska arbetsmarknaden efter den ekonomiska krisen", Penning och Valutapolitik, 2014:2.



Ingves övergick slutligen till att diskutera penningpolitiken. Inflationen är fortfarande låg och oljeprisnedgången bidrar till en viss nedrevidering av inflationstrycket. Dessutom har inflationsförväntningarna på längre sikt fallit något. Det talar för att penningpolitiken behöver bli något mer expansiv än vad Riksbanken räknade med vid det föregående penningpolitiska mötet. Förslaget är att behålla nollränta något längre. Det betyder att Riksbanken nu räknar med att den första räntehöjningen sker först under andra halvan av 2016. Då bedöms KPIF-inflationen vara nära 2 procent. Sedan höjs reporäntan gradvis och slutar på en något lägre nivå än förra prognosen. Då bidrar penningpolitiken till att efterfrågan och resursutnyttjandet ökar så att inflationen stiger mot målet.

Det finns dock många osäkra faktorer som kan påverka utvecklingen framöver, underströk Ingves. I dagens läge är uppåtrisker i form av högre tillväxt och inflation än förväntat lätta att hantera, menade han och avstod därför ifrån att kommentera dessa och fokuserade istället på nedåtriskerna.

Ingves noterade att uppenbarligen är oljepriset just nu en viktig osäkerhetsfaktor och det finns ett behov av att analysera noga hur det påverkar både inflation och tillväxt, i omvärlden och i Sverige. En annan osäkerhetsfaktor är återhämtningen inom euroområdet och vilka eventuellt ytterligare åtgärder ECB kommer att vidta.

Ingves framhöll också att det inte på förhand går att säga vilka effekter andra centralbankers penningpolitiska åtgärder kommer att få för den svenska växelkursen och monetära förhållanden i Sverige.

Trots att det inte finns problem med transmissionsmekanismen i Sverige behöver Riksbanken vara beredda på att vidta ytterligare åtgärder för att öka stimulansen i penningpolitiken om utvecklingen blir sämre än väntat. Eftersom priset på riksbankspengar redan är noll får Riksbanken på olika sätt arbeta med kvantiteten istället, det vill säga se till att Riksbankens balansräkning växer.

I första hand handlar det om att fortsätta att senarelägga en första höjning av reporäntan, sade Ingves. Det kan därutöver handla om åtgärder för att pressa ned långa marknadsräntor, för att förstärka och förbättra genomslaget av penningpolitiken. Det kan ske antingen direkt på marknaden eller via banksystemet. Riksbanken har ju också tidigare visat att det är fullt möjligt att kraftigt expandera balansräkningen. Andra centralbanker har vidtagit sådana åtgärder och Riksbanken kan hantverket. Det är nu dags att förbereda potentiella icke-konventionella åtgärder som, om behov finns, ska kunna presenteras med start från nästa penningpolitiska möte. Ingves sade att han bland sådana åtgärder inte ville utesluta negativ ränta eller valutainterventioner, även om det sistnämnda inte på något sätt är hans förstahandsval.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har två nya inflationsutfall publicerats. Utfallet för KPIF-inflationen i november uppgick till cirka 0,6 procent, vilket var marginellt högre än

väntat. Mot bakgrund av den senaste tidens inslag av systematiska överskattningar av inflationsutvecklingen var detta förstås glädjande, sade han. Positivt var också att KPIF-inflationen rensad för de volatila energipriserna steg till nästan 1 procent. Det var knappt 0,1 procentenheter högre än väntat och den snabbaste ökningstakten för detta mått på underliggande inflation hittills under 2014.

Jansson slog fast att det alltså finns positiva nyheter vad beträffar utfallen för den aktuella inflationen. Detsamma kan dessvärre inte sägas gälla utfallen för olika aktörers inflationsförväntningar. Enligt Prosperas senaste enkätundersökning sjönk förväntningarna på inflationen om fem år för samtliga tillfrågade grupper i december jämfört med föregående undersökningstillfälle i september. Han framhöll att nedgången var som störst för arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer, där inflationen om fem år nu förväntas ligga på cirka 1,7 procent, från att tidigare ha legat nära 2 procent. De lägsta förväntningarna finns hos inköpschefer i industrin, där inflationstakten om fem år spås uppgå till 1,64 procent. Sammantaget för alla tillfrågade minskade förväntningarna med drygt 0,1 procentenheter, från 1,85 procent i september till 1,72 procent nu i december.

Trots att avvikelserna från inflationsmålet för de flesta tillfrågade grupper fortfarande är ganska liten och trots att svaren måhända i alltför hög grad påverkas av den för stunden låga inflationen kommer man inte ifrån att utvecklingen av de mer långsiktiga inflationsförväntningarna är oroande, fortsatte Jansson. De har nu fallit trendmässigt sedan hösten 2011. Siffran för alla tillfrågade har inte varit så låg som nu sedan sommaren 1999 och är den fjärde lägsta siffran hittills.

För att minska risken för att inflationsförväntningarna på längre sikt fortsätter att falla framhöll Jansson att han delar bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppföljning att det nu är lämpligt att göra penningpolitiken ytterligare något mer expansiv genom att senarelägga tidpunkten för den första höjningen av reporäntan. Det sänder en tydlig signal om att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Samtidigt motverkar också en senareläggning av tidpunkten för den första reporäntehöjningen i viss utsträckning den något lägre inflationen som ligger i prognosen mer kortsiktigt. Det är viktigt inte minst om de mer långsiktiga inflationsförväntningarna i alltför hög grad påverkas av den för stunden låga inflationen. Mot den här bakgrunden ställde han sig bakom både penningpolitiken och makroprognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Även om utvecklingen av olika aktörers mer långsiktiga inflationsförväntningar inger oro fortsätter, så som Jansson såg det, förutsättningarna för en stigande inflationstakt framöver att vara goda. Till detta bidrar inte minst de mycket stora penningpolitiska stimulanserna som nu fortplantar sig i den svenska ekonomin. Sedan december 2011 har reporäntan sänkts med 200 räntepunkter, från 2 procent till noll procent. Samtidigt har tidpunkten för den första höjningen av reporäntan senarelagts med cirka fyra år. Dessutom har räntenivån i slutet av prognosperioden sänkts med omkring 200

räntepunkter, från cirka 3,5 procent till 1,45 procent. Det är förstås svårt att med exakthet säga hur lång tid det tar innan alla dessa lättnader får full effekt, påpekade han. Men i takt med att tiden går blir effekterna allt större och därmed ökar också sannolikheten för att inflationen ska stiga.

En annan omständighet som Jansson såg som betydelsefull i sammanhanget är att arbetskostnaderna per producerad enhet nu har ökat snabbare än konsumentpriserna under flera år. En sådan situation är inte långsiktigt hållbar, i varje fall inte om Sveriges företag ska undvika nedläggningar. Förr eller senare måste företagen höja sina priser. Om det dessutom är så att företagens vinstandelar i utgångsläget är låga, vilket han menade att det finns tecken på att de är, bör prisökningarna under en period till och med vara större än kostnadsökningarna. Alternativet är att företagen kan öka sin produktivitetstillväxt eller att löneökningarna blir mycket låga. Men i ett läge där inflationen varit låg länge och konjunkturen är på väg att förbättras är det mest naturligt att företagens prisökningar blir större. Och precis som när det gäller de penningpolitiska stimulanserna ökar sannolikheten för snabbare prisuppgångar i takt med att tiden går. Detta helt enkelt eftersom behovet av en bättre vinstutveckling i företagen blir allt större ju längre tid kostnaderna ökar mer än priserna.

Det här, ansåg Jansson, är mycket starka argument för att inflationen ska stiga framöver. Men det finns förstås en osäkerhet kring hur snabbt det kommer att ske. Och det går naturligtvis inte heller att utesluta att nya negativa störningar till inflationen kan uppstå, till exempel att återhämtningen i euroområdet tar längre tid än vad som nu antas i Riksbankens prognos eller att oljepriset fortsätter att sjunka överraskande.

När det gäller den betydelse som fortsatta oväntade oljeprisfall kan ha för penningpolitiken måste flera faktorer tas med i resonemanget, konstaterade Jansson. Hur varaktig bedöms effekten på inflationen bli? Finns det en risk för att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna trycks ned ytterligare, även om prisfallen bara bedöms påverka inflationen på kort sikt? Hur ska man väga negativa inflationseffekter mot positiva effekter på realekonomin? Han framhöll att dessa frågor inte har några självklara svar och att slutsatserna för penningpolitiken därför inte heller är givna. Men det kan ändå konstateras att det inte går att utesluta att det framöver kan uppstå ett behov av ännu fler penningpolitiska stimulansåtgärder.

Som påpekas i utkastet till penningpolitisk uppföljning är det, om det skulle bli aktuellt att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, naturligt att i första hand fortsätta att senarelägga den första höjningen av reporäntan, fortsatte Jansson. Men eftersom den första höjningen av räntan redan ligger långt fram i tiden, under andra halvåret 2016, är det inte troligt att detta är en särskilt kraftfull åtgärd, i varje fall inte för att motverka större nedgångar i inflationen. Det talar för att en ytterligare senareläggning av den första räntehöjningen förmodligen behöver kombineras med andra åtgärder.

Jansson menade att en sådan åtgärd skulle kunna vara att hela direktionen förbinder sig att följa någon typ av regel i räntesättningen, exempelvis den regel som han själv förbundit sig att följa om att inte rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent. Men andra åtgärder är förstås också tänkbara. Till listan av möjliga åtgärder hör negativa räntor, köp av olika värdepapper, riktade lånefaciliteter mot företagen och lån till bankerna. Till detta kommer att Riksbanken kan intervensera i valutamarknaden i syfte att försvaga kronans växelkurs. Men den sistnämnda åtgärden är knappast aktuell så länge kronans växelkurs är på en relativt svag nivå och den realekonomiska utvecklingen i Sverige är hyggligt bra.

Det viktiga nu är, enligt Jansson, att direktionen tillsammans analyserar och kommer överens om vilka åtgärder som kan ingå i ett stimulanspaket av det här slaget. För egen del avser han att gå in i detta arbete med ett öppet sinne och en beredskap att göra kompromisser. Syftet med paketet måste givetvis vara att det ökar sannolikheten för att inflationen stiger mot målet. Eftersom behovet av ytterligare penningpolitiska stimulanser i ett dåligt scenario kan uppstå snabbt, betonade Jansson att han delar synsättet i utkastet till penningpolitisk uppföljning att arbetet med detta ska bedrivas på ett sådant sätt att de aktuella åtgärderna är genomförbara redan från och med nästa penningpolitiska möte i februari.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** ställde sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen, prognoserna och den föreslagna räntebanan i utkastet till penningpolitiska uppföljning.

När det gäller förändringar i synen på konjunktur- och inflationsförloppet sedan oktoberbeslutet, ville hon göra två kommentarer, dels om oljepriset och dels om inflationsförväntningarna.

Den främsta internationella förändringen som har tillkommit i prognosen sedan oktober gäller det fortsatta fallet i oljepriset. I dollar har oljepriset sjunkit med över 40 procent sedan toppnoteringen i somras, vilket är en av de tre största oljeprisfallen sett över 50 år. Denna prisförändring, som enligt Riksbankens bedömning sedan oktober till större delen är utbudsdrivet, har positiva tillväxteffekter. Hon konstaterade att det gäller särskilt för USA och andra länder med stor oljekonsumtion. USA:s återhämtning, som sedan en tid har överraskat visavi konsensusprognoserna, har därmed förutsättningar att fortgå, tycker hon. Detta speglas också i Riksbankens uppreviderade tillväxtprognos för USA.

Oljeprisfallet innebär också att det internationella pristrycket sjunker ytterligare under nästa år och motiverar den nedreviderade KIX-viktade inflationsprognosen.

För Riksbankens inflationsprognos för Sverige innebär oljeprisfallet en viss nedjustering av inflationen för det kommande året. Viktigt att notera är, enligt Skingsley, att inflationen justerat för energipriserna är i stort sett oförändrad för hela prognosperioden. Liksom i förra prognosen väntas KPIF-inflationen nå 2 procent i mitten av 2016. Detta är

då baserat på att reporäntebanan, jämfört med oktoberbeslutet, justeras något med en fördröjd första höjning och mer långsam höjningstakt.

Att det internationella pristrycket förblir lågt anser hon vara en förklaring till att inflationsförväntningarna fortfarande rör sig nedåt. Att de mer kortsiktiga förväntningarna har ett nära samband med faktisk inflation är rimligt och inte särskilt bekymmersamt. Men det finns anledning till fortsatt vaksamhet gällande de mer långsiktiga förväntningarna, vars trend nedåt har fortsatt.

Skingsley ansåg att de senast uppmätta nivåerna på inflationsförväntningarna fortfarande är rimliga givet den senaste tidens inflationsutfall. Man ska komma ihåg att de långsiktiga inflationsförväntningarna har legat så långt som 0,6 procentenheter över målet när inflationen legat högre, sade hon. Kraftfulla penningpolitiska stimulanser har också tillförts det senaste året, med sammanlagt 100 punkters reporäntesänkning och flera justeringar av reporäntebanan. Skingsley ville gärna påminna om att man förmodligen ännu inte sett den fulla stimulanseffekten av detta. Låg inflation och lägre inflationsförväntningar gör dock att det ändå finns skäl till att hålla en hög beredskap att kunna agera med ytterligare penningpolitisk stimulans för att säkerställa måluppfyllelse inom en rimlig tid.

I utkastet till den penningpolitiska uppföljningen konstaterar direktionen att om penningpolitiken behöver bli mer expansiv handlar det i första hand om att ytterligare senarelägga en första höjning av reporäntan.

Skingsley ställde sig också bakom skrivningarna om att Riksbanken förbereder ytterligare åtgärder som kan användas vid behov. Det handlar enligt henne om flera olika saker som Riksbanken kan påverka om det befinns lämpligt: räntenivåer, bättre finansieringsvillkor, och växelkursen.

I den penningpolitiska rapporten i oktober listades exempel på tänkbara åtgärder, som i stort sett är de samma som andra centralbanker använder sig av. Skingsley ville i dag inte uttrycka någon egen preferens för vilken eller vilka av dessa åtgärder som skulle kunna bli aktuella att stödja om det uppstår ett läge där direktionen finner det rimligt att addera ytterligare stimulans. Inte heller vill hon utesluta någon av dessa åtgärder.

Det viktiga är dock att Riksbanken har en beredskap att agera, om så bedöms rimligt, från och med nästa penningpolitiska möte i februari.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har det Finansiella stabilitetsrådet sammanträtt, för diskussioner om den finansiella stabiliteten. Skingsley välkomnar att det nu finns mer av en gemensam oro för hushållens skuldsättning, även om åsikterna om betydelsen av åtgärder för att lindra denna oro skiljer sig mellan myndigheterna. Förslaget om att införa amorteringar på nya lån ned till belåningsgrader om 50 procent är ett välkommet steg, tycker Skingsley.

Men givet den bredare samsyn som numera finns om skuldernas risker för samhällsekonomin bedömer Skingsley att amorteringsförslaget endast kommer ha en liten dämpande effekt på skuldutvecklingen. Förslaget gäller lån som ännu inte har tagits och det blir generellt i en amorteringstakt som är avsevärt långsammare än flera andra jämförbara länder.

Hittills går det heller inte att se några tecken på att utvecklingen på bostadspriser och kreditgivning går in i ett lugnare förlopp. Hon vill därför påminna om betydelsen av att arbetet fortsätter med att utreda ytterligare åtgärder som skulle kunna introduceras gradvis. Exempel på sådana åtgärder återfinns i den penningpolitiska uppföljningen.

Vid det penningpolitiska mötet i oktober diskuterade direktionen betydelsen av att bättre förstå de bakomliggande mekanismerna varför inflationen har kommit in lågt och lägre än väntat, inte bara i Sverige utan även i stora delar av Europa. Låg och osäker efterfrågan brukar anges som huvudförklaring till låga prisökningar. Men det är också viktigt att förstå strukturomvandlingen i ekonomin bortom den svaga tillväxten som varit sedan den globala finanskrisen.

Den svåra frågan att besvara, menade Skingsley, är om vi håller på att få en ny, bättre fungerande ekonomi med högre produktivitet eller om vi snarare går mot en sämre. Hon ser två motsatta huvudsakliga debattspår:<sup>2</sup>

Det första kan beskrivas som ganska pessimistiskt. Här tänker hon på begreppet sekulär stagnation, som kortfattat kan beskrivas som en mångårig period av svag tillväxt.

Antingen beror sekulär stagnation på utbudsproblem, där mogna ekonomier har gått in i en lång fas där det inte finns särskilt stora teknologiska landvinningar att omvandla till större produktionsförmåga. Om den låga tillväxten handlar om ett utbudsproblem behövs strukturpolitik som förbättrar ekonomins produktivitet och arbetskraftsdeltagande. Också penningpolitiken kan användas i närtid om det är förenligt med gällande inflationsmålsregim.

Skingsley konstaterade att sekulär stagnation alternativt kan handla om varaktigt låg efterfrågan av till exempel demografiska skäl. Där blir policyslutsatsen att det behövs penningpolitiska stimulanser utöver en nollränta för att återföra tillväxten mot den långsiktiga nivån.

Det andra debattspåret, gör tvärtom gällande att den pågående teknologiska utvecklingen kommer innebära ett språng för ekonomierna, med stora förbättringar i de strukturella tillväxtmöjligheterna att vänta. I varje fall för de länder vars ekonomier har förmågan att ta till vara dessa nya möjligheter. Den ekonomi som befinner sig i det här

---

<sup>2</sup> En översikt finns hos Charles Plosser, "Economic Growth and monetary policy – is there a new normal?" Federal Reserve Bank of Philadelphia, 13 november 2014.

läget behöver förmodligen stimulanspolitik i närtid för att underlätta ekonomins omvandling. Men i förlängningen betyder också en sådan utveckling en högre produktionspotential och allt annat lika en högre neutral ränta, dvs den ränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin.

Hon menade att de penningpolitiska slutsatserna av dessa två motsatta paradigmer blir för den penningpolitiska beslutsfattaren svårbesvarade, eftersom det är svårt att avgöra en ekonomis långsiktiga tillväxtförmåga. Effekterna av den globala finans- och skuldkrisen kastar också stora skuggor in i bedömningarna av ekonomiernas förmågor. Och det är förmodligen främst genom att observera skeendet som man kan veta vart det lutar.

Skingsley avslutade med att säga att det här handlar om svåra frågor inte bara för penningpolitiken och Riksbanken utan även för inriktningen i den samlade ekonomiska politiken framöver, såväl internationellt som i Sverige.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon stödjer förslaget i utkastet till penningpolitisk uppföljning att låta reporäntan ligga kvar oförändrad på noll procent, och att skjuta på den första reporäntehöjningen till andra halvåret 2016 för att sedan gradvis höja reporäntan till en något lägre nivå än i förra prognosen.

af Jochnicks bedömning är att den ekonomiska utvecklingen i omvärlden i stora drag har utvecklats i linje med Riksbankens prognos i oktober. Som hon tidigare tagit upp är dock utvecklingen i Europa fortsatt svag och det finns risker för en mer utdragen återhämtning där. Oljepriset har blivit väsentligt lägre än tidigare bedömt och inflationsförväntningarna något lägre. Hon konstaterade att lägre oljepriser sänker det globala inflationstrycket. Samtidigt bör de lägre oljepriserna också ha en positiv effekt på efterfrågan och därmed ge ett visst bidrag till tillväxten.

Osäkerheten som präglade de finansiella marknaderna under inledningen av oktober har minskat. af Jochnick noterade att de återigen har gått in i en lugnare fas. De senaste dagarna har dock vissa mått på osäkerhet ökat snabbt, vilket visar att utvecklingen fort kan ändra sig, särskilt i vissa euroländer där reformprocessen går trögt. Att återuppbygga förtroendet för Europa tar tid.

af Jochnick framhöll att inflationen under det senaste året har blivit lägre än vad Riksbanken tidigare prognostiserat. Riksbanken har reagerat tydligt på den lägre inflationen genom att dels justera ner inflationsprognoserna, dels sänka reporäntan. Reporäntan har under det senaste året sänkts med en procentenhet ner till noll och reporäntebanan har vid varje penningpolitiskt möte från april justerats ner.

Den låga inflationen har flera förklaringsfaktorer, konstaterade af Jochnick. Svårigheterna för företag att höja priser i motsvarande mån som kostnaderna stiger kan bland annat bero på ökad konkurrens. Prisökningarna på tjänster och livsmedel ligger under sina

historiska genomsnitt. Till det kommer att oljepriserna fallit till väsentligt lägre nivåer än vad Riksbanken tidigare prognostiserat.

Sammantaget innebär detta att inflationstrycket i svensk ekonomi är än lägre än vid bedömningen i oktober, sade af Jochnick. Utvecklingen under hösten har uppenbarligen också påverkat inflationsförväntningarna även på lite längre sikt. Vid Prosperas senaste mätning kunde hon notera något lägre inflationsförväntningar bland ett brett antal respondenter. Riksbanken har därför en fortsatt viktig uppgift att på olika sätt kommunicera och i handling visa sig beredd att göra det den kan för att få upp inflationen till 2 procent, så att de långsiktiga inflationsförväntningarna inte faller ytterligare. af Jochnick tyckte därför att det kan finnas skäl att ytterligare något skjuta på reporäntebanan så att tidpunkten för den första reporäntehöjningen kommer först under andra halvåret 2016.

Denna åtgärd kan synas vara av mindre betydelse i det korta perspektivet och med det relativt osäkra läge världsekonomin befinner sig i, men det har ett signalvärde att understyrka Riksbankens ambition att nå inflationsmålet och värna målets betydelse som nominellt ankare för pris- och lönebildning i svensk ekonomi, menade af Jochnick. Med en mycket expansiv penningpolitik stödjer Riksbanken svensk ekonomi och skapar trovärdighet för inflationsmålet. När tillväxten tar fart kommer efterfrågan på varor och tjänster att öka, vilket bidrar till att företagens möjligheter att höja priserna blir bättre. Med en reporänta på noll fram till andra halvåret 2016 så bör en inflation på 2 procent 2016 kunna nås.

af Jochnick tycker att det är bra att Riksbanken fortsätter analysera varför inflationen blivit oväntat låg sedan slutet av 2013. Det är sannolikt flera samverkande faktorer som förklarar den låga inflationen. Hon påpekade att det är intressant att notera att av de olika produkter som ingår i KPI, så förefaller det vara en större andel som sjunkit i pris än som ökat snabbare än 2 procent i pris under det senaste året. Hon tycker också att det är intressant att notera att Sverige sticker ut jämfört med andra länder. Det visar sig att Sverige har en högre andel produkter som har sjunkande priser än i Norge, Storbritannien och euroområdet. Hon ställer sig frågan om en bidragande orsak kan vara att Sverige har en stor internetanvändning bland hushållen, och att svenska hushåll i större utsträckning köper produkter på internet vilket ökar konkurrensen och pressar priserna i mer traditionella kanaler.

Hon ser också att det nu är av stor betydelse att fortsätta analysera oljepriset och dess betydelse för såväl den globala som den svenska inflationen. En viktig fråga för kommande år är hur utbud och efterfrågan på olja utvecklas och hur varaktiga de förändringar som nu sker blir.

Om utvecklingen i omvärlden skulle bli sämre än den bedömning som nu görs, sade af Jochnick och syftade framförallt på osäkerheten i euroområdet, eller om inflationstrycket i



Sverige skulle bli ännu lägre av andra skäl, så måste det finnas förberedelser också för att kunna vidta ytterligare åtgärder. I första hand kan den första reporäntehöjningen skjutas på framtiden och reporäntebanan sänkas ytterligare. I februari är det viktigt att återkomma till diskussionen kring, och förberedelser för, om okonventionella åtgärder skulle behöva vidtas.

af Jochnick framhöll att Riksbanken kan lämna lån på längre löptider och dessutom kan påverka priset på pengar i marknaden. Det är också möjligt att påverka värdet på kronan. Hon håller dock med Ingves att inte heller för henne är valutainterventioner ett förstahandsalternativ. Hon underströk att det är viktigt att om åtgärder ska vidtas, så bör de destineras till områden som stimulerar och stödjer efterfrågan inom relevanta sektorer i ekonomin.

Hushållen ökar nu sina skulder. Låga räntor länge i kombination med generösa ränteavdrag och brister i bostadsmarknadens funktionssätt riskerar att skapa incitament för hushållen som förstärker obalanserna i ekonomin. Som af Jochnick har framhållit tidigare är hennes bedömning att amorteringskravet inte löser utvecklingen med hushållens skulder. Hushållens höga skuldsättning riskerar skapa sårbarheter för svensk ekonomi längre fram. Det är därför fortsatt angeläget att regeringen och dess myndigheter aktivt arbetar med dessa frågor, underströk hon.

På motsvarande sätt ville af Jochnick också som vid tidigare möten peka på behovet av åtgärder för att få så kallade utsatta grupper in på arbetsmarknaden. Penningpolitiken har begränsade möjligheter att påverka arbetsmarknaden för dessa grupper. Såväl arbetsmarknadens parter som regeringen bär här ett ansvar att aktivt bidra till en bättre fungerande arbetsmarknad, avslutade hon.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, förslaget att sänka räntebanan och förslaget att lämna reporäntan oförändrad.

Som alla ledamöter redan har påpekat har oljepriset fortsatt att falla snabbt efter det förra penningpolitiska mötet, konstaterade Flodén. Det är ju som sagt en utveckling som i det stora hela kommer att ha positiva konsekvenser för konjunktur- och tillväxtutsikterna i många länder. Hans förhoppning, kanske en from sådan, är att oljeprisfallet ska bli den faktor som till slut får fart på konjunkturåterhämtningen i euroområdet. Men på kort sikt medför oljeprisfallet att inflationen blir lägre. Detta är problematiskt i länder som Sverige där inflationen redan är oroande låg, långsiktiga inflationsförväntningar har fallit och penningpolitiken begränsas av räntans nedre gräns.

Flodén menade att risken är att den lägre inflationen kommer att pressa ner inflationsförväntningarna ytterligare och att det därmed blir ännu svårare att få inflationen att stiga. Om inflationen blir låg under lång tid kan penningpolitikens trovärdighet och inflationsmålets roll som nominellt ankare komma att ifrågasättas. För

att i möjligaste mån förhindra att detta sker behöver penningpolitiken nu reagera även på faktorer som tillfälligt pressar ner inflationen.

Flodén konstaterade att det är därför den planerade tidpunkten för första höjningen av reporäntan nu skjuts fram. Men att den första höjningen skjuts på framtiden medför förmodligen inga stora effekter på inflationsutvecklingen under det kommande året. Detta bland annat eftersom marknadens förväntningar på reporäntan under 2016 och 2017 redan ligger under den räntebana som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han menade att förhoppningsvis kan förtroendet för penningpolitiken stärkas genom att skjuta fram räntebanan, och genom att Riksbanken fortsätter att fokusera på inflationen och understryker att reporäntan inte kommer att höjas förrän inflationen har stigit påtagligt och varaktigt. Enligt prognosen kommer reporäntan att höjas under andra halvåret 2016 i ett läge där inflationen mätt med såväl KPIF som KPIF exklusive energi ligger strax över 2 procent. Inflationen mätt med dessa mått har då varit nära 2 procent i ett halvår.

Även om inflationsprognosen nu revideras ner en aning för det kommande året tycker Flodén att det finns ljusglimtar i utvecklingen sedan det förra penningpolitiska mötet. Inflationsutfallen för oktober och november har blivit aningen högre än prognosen från oktober, trots att det fallande oljepriset medförde en överraskande stor nedgång i drivmedelspriserna i november. Han menade att det ser ut som att importpriserna, särskilt på konsumtionsvaror, nu har börjat stiga snabbare. Detta tyder på att den senaste tidens alltmer expansiva penningpolitik börjar få avsedda effekter på inflationsutvecklingen. Att kronan har försvagats är förstås en del i denna utveckling. Kronan har dessutom blivit svagare än vad Riksbanken räknade med i oktober, något som också avspeglas i en svagare kronprognos framöver.

Förutsättningarna för en fortsatt konjunkturåterhämtning i Sverige ser alltså fortfarande goda ut, tycker Flodén. Finansinspektionens förslag på amorteringskrav väntas visserligen ha en dämpande effekt på hushållens konsumtion. Men han bedömer att den effekten blir liten, och hushållens konsumtionstillväxt ser fortsatt stark ut. Även utvecklingen på arbetsmarknaden ser förhållandevis ljus ut, med en stark sysselsättning, låga nivåer på varsel och en uppgång i vakanserna.

Trots dessa ljusglimtar skulle Flodén i princip gärna se en ännu mer expansiv penningpolitik i närtid. Detta dels för att få inflationen att snabbare röra sig mot eller förbi inflationsmålet, dels för att skapa säkerhetsmarginaler så att inflationen stiger rimligt snabbt även om utvecklingen blir sämre än i huvudscenariot. Enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning kommer avtalsförhandlingarna 2016 att blicka tillbaka på en KPIF-inflation som fortfarande ligger under målet och som i genomsnitt har varit 0,9 procent under de fem åren 2011-2015. Den här utvecklingen tillsammans med de fallande inflationsförväntningarna tydliggör att det är alltmer brådskande att få inflationen att stiga, underströk han.

Men problemet nu, påpekade Flodén, är ju att reporäntan är nära sin nedre gräns. Att göra penningpolitiken ännu mer expansiv i närtid, antingen genom att sänka reporäntan till negativa nivåer eller genom att använda någon form av kvantitativ åtgärd, är förknippat med risker och kostnader. Dessa risker och kostnader måste naturligtvis vägas mot de positiva inflationseffekter åtgärderna kan medföra.

De skäl Flodén just fört fram för att i princip efterlysa en ännu mer expansiv penningpolitik väger inte starkare än dessa risker och kostnader. Därför ser han den förslagna penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk uppföljning som välavvägd nu. Men förutsättningarna kan förstås ändras, och därför är det viktigt att åtgärder fortsätter att förberedas och analyseras, så att handlingsberedskap finns om inflationsutsikterna försämras ytterligare.

I första hand rör det sig då fortfarande om att fortsätta att skjuta på första räntehöjningen. Men Flodén håller med om att det behövs beredskap för att kunna fatta beslut om andra åtgärder, och att det då främst skulle kunna handla om en förstärkt kommunikation kring den framtida reporäntan, negativ reporänta, tillförsel av likviditet eller köp av inhemska tillgångar.

Inte heller Flodén ser valutainterventioner högt upp på en sådan lista. Valutainterventioner skulle förmodligen kunna medföra en tydlig och ganska snabb uppgång i inflationen. Men när penningpolitiken i omvärlden också begränsas av räntans nedre gräns skulle valutainterventionens positiva effekter på den svenska inflationen nog fullt ut ske på bekostnad av negativa effekter på omvärldens inflation. Han kommer därför knappast att se valutainterventioner som aktuella i ett läge där omvärlden också kämpar med låg inflation och har problem att göra penningpolitiken mer expansiv, och där den svenska kronan dessutom är relativt svag.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan mötet genom att konstatera att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Utsikterna för USA och Storbritannien är fortsatt goda medan återhämtningen i euroområdet väntas bli långsam. Flera ledamöter har framhållit de potentiella nedåtrisker som finns i euroområdet. Oljepriset har fortsatt att falla sedan oktober och bedöms ge en viss positiv stimulans till tillväxten på flera håll i världen. Samtidigt har det lägre oljepriset bidragit till att prognosen för det globala inflationstrycket har reviderats ned.

I Sverige stärks konjunkturen men inflationen är för låg och de långsiktiga inflationsförväntningarna har trendmässigt sjunkit under en längre tid. BNP och sysselsättning väntas fortsätta stiga i linje med tidigare bedömning, medan inflationen väntas bli något lägre under en tid. Direktionsledamöterna har på olika sätt poängterat att det är viktigt att inflationen stiger mot målet.

Direktionen var enig om att penningpolitiken behöver vara ännu mer expansiv för att inflationen ska stiga mot målet tillräckligt snabbt och för att minska risken att inflationsförväntningarna på längre sikt fortsätter att falla.

Alla i direktionen förespråkade att reporäntan ska ligga kvar på noll procent under en något längre tid. Först andra halvåret 2016 bedömer direktionen det lämpligt att börja höja reporäntan. Den låga räntan ökar efterfrågan i ekonomin, vilket bidrar till att inflationen stiger. KPIF-inflationen väntas i prognosen nå 2 procent i mitten av 2016.

Direktionen diskuterade penningpolitik när styrräntan är noll och konstaterade att den mycket låga räntan i dagsläget bedöms vara tillräcklig för att inflationen ska stiga mot målet. Det finns dock en osäkerhet kring hur snabbt detta kommer att ske och direktionen framhöll vikten av att förbereda ytterligare åtgärder som kan användas om det uppstår ett behov av att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Åtgärder ska kunna genomföras med kort varsel och det är viktigt att arbeta vidare för att vid behov kunna presentera detta vid det penningpolitiska mötet i februari.

### **§3. Penningpolitiskt beslut**

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen tisdagen den 16 december 2014 kl. 9.30,
- att behålla reporäntan på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen 17 december 2014,
- att tisdagen den 16 december 2014 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen 8 januari 2015 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

Cecilia Skingsley



Sveriges Riksbank

Besöksadress: Brunkebergs torg 11

Postadress: 103 37 Stockholm

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

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

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