



Penningpolitiskt protokoll

DECEMBER 2013

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 16 december beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och justera ned reporäntebanan.

Vid mötet konstaterades att direktionen är enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i den penningpolitiska uppföljningen.

Konjunkturutvecklingen i både Sverige och omvärlden har sedan en tid varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser. Däremot har inflationen blivit lägre än förväntat. Under nästa år förbättras svensk ekonomi mer påtagligt. BNP väntas ta fart och under den senare delen av 2014 faller arbetslösheten i en snabbare takt. Trots den ekonomiska återhämtningen bedöms inflationstrycket bli betydligt lägre under det närmaste året jämfört med bedömningen i oktober. Bakom bedömningen om ett lägre inflationstryck ligger bland annat att ökningen i tjänstepriser avtagit under den senaste tiden och att det är en bred nedgång i dessa priser. Med en mer expansiv penningpolitik och stigande resursutnyttjande bedöms KPIF-inflationen öka till 2 procent under 2015. Skuldsättningen bland svenska hushåll fortsätter att vara hög, vilket gör ekonomin sårbar för störningar.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket var samtliga ledamöter överens om att det var lämpligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och justera ned reporäntebanan. Reporäntebanan innebär en något större sannolikhet för ytterligare en sänkning än en höjning i februari nästa år, men det mest troliga är att reporäntan ligger kvar på 0,75 procent till början av 2015 innan den långsamt börjar höjas. Penningpolitiken bidrar på så sätt till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent. Mot slutet av 2016 bedöms reporäntan uppgå till 2,6 procent.

På mötet diskuterades bland annat riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Behovet av att implementera makrotillsynsåtgärder betonades, liksom vikten av att flera politikområden hjälps åt för att minska dessa risker. Dessutom diskuterades sambanden mellan Sveriges och omvärldens inflation, möjliga orsaker till den låga ökningstakten i tjänstepriserna, hur utformningen av penningpolitiken i omvärlden påverkar förutsättningarna för den svenska penningpolitiken samt hur inflationsförväntningarna utvecklas i Sverige.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 6

DATUM: 2013-12-16

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
Karolina Ekholm
Martin Flodén
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Cecilia Skingsley

Johan Gernandt, fullmäktiges
ordförande

Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Fredrik Bonthron (§ 1)
Charlotta Edler
Eric Frieberg
Kerstin Hallsten
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Bengt Pettersson
Maria Sjödin (§ 3-4)
Marianne Sterner (§ 1-3)
Ulf Söderström
David Vestin
Anders Vredin
Fredrik Wallin (§ 1)

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Bengt Pettersson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 3 och 4.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Fredrik Wallin från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har utvecklingen på de finansiella marknaderna präglats av förändringar i förväntningarna på penningpolitiken i USA och euroområdet. Exempelvis förväntar sig nu fler marknadsaktörer än tidigare att nedtrappningen av den amerikanska centralbankens obligationsköp kommer att påbörjas redan det sista kvartalet i år. Detta har fått statsobligationsräntorna med längre löptid att stiga. Börserna har sjunkit sedan oktober. Den svenska kronan har försvagats i handelsviktade termer sedan i oktober då inflationen visat sig bli lägre än väntat och de penningpolitiska förväntningarna justerats ned. En övervägande majoritet av analytiker tror på en räntesänkning vid dagens möte. Dessa förväntningar kan också utläsas i såväl marknadsprissättning som enkätsvar där en första räntehöjning väntas ske i slutet av nästa år.

Fredrik Bonthron från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde för den senaste utvecklingen i Sverige och euroområdet vad gäller statsobligationsräntor, finansieringskostnader för europeiska banker och de svenska bankernas finansieringssituation.

Marianne Nessén från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 9 och 10 december. På ett möte med direktionen den 12 december diskuterades texten i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden har varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser. Ny statistik sedan det senaste penningpolitiska mötet stödjer bilden av en fortsatt gradvis återhämtning i den globala ekonomin. I Sverige förväntar sig marknadsaktörerna en lägre reporänta framöver än de gjorde i oktober och kronan har blivit svagare. BNP-tillväxten i Sverige var lägre än förväntat det tredje kvartalet, men en upprevidering av tidigare kvartal medför att BNP-nivån blev ungefär som förväntat. BNP-tillväxten väntas ta fart mer påtagligt nästa år, mot bakgrund av såväl en förbättrad omvärldskonjunktur som en starkare inhemsk efterfrågan. Bilden från indikatorerna är blandad. En starkare BNP-tillväxt stöds av Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer och andra förtroendeindikatorer, medan hårddata i termer av industriproduktionen i oktober varit svagare. Arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras, med en starkare utveckling än väntat för sysselsättningen, medan arbetslösheten utvecklats ungefär i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober.

Det som överraskat både internationellt och i Sverige är den fortsatt låga inflationen. I Sverige är det främst en bred nedgång i tjänsteprisernas ökningstakt som ligger bakom

de senaste låga inflationsutfallen. KPIF-inflationen för oktober och november var klart lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober och inflationstrycket bedöms nu vara lägre framöver jämfört med bedömningen i oktober. Kostnadstrycket, i termer av arbetskostnader per producerad enhet, är i årstakt högre än inflationen och skillnaden är nu ovanligt stor. Detta tyder på att företagen har svårt att föra över kostnadsökningar till konsumenterna. Samtidigt stiger optimismen i omvärlden och i takt med en förväntad fortsatt stärkt global konjunktur förutses BNP-tillväxten i Sverige ta mer fart och företagens möjlighet att höja sina priser tilltar. Därmed ökar KPIF-inflationen till 2 procent under 2015. Skuldsättningen hos svenska hushåll fortsätter att vara hög, både i ett historiskt och internationellt perspektiv, vilket gör ekonomin sårbar för störningar. Skulderna som andel av hushållens inkomster förväntas fortsätta att stiga framöver.

Mot bakgrund av det lägre inflationstrycket behöver penningpolitiken enligt utkastet till penningpolitisk uppföljning bli än mer expansiv för att KPIF-inflationen ska stiga till 2 procent. Reporäntan sänks med 0,25 procentenheter till 0,75 procent, och räntebanan innebär en något större sannolikhet för ytterligare en sänkning än höjning i februari nästa år. I takt med att konjunkturen tar mer tydlig fart och inflationen stiger förutses reporäntan höjas i början av 2015 för att hamna på 2,6 procent i slutet av 2016.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att det viktiga som hänt sedan det förra penningpolitiska beslutet är att inflationen i Sverige blivit väsentligt lägre än vad som låg i den prognos som presenterades i oktober och att det handlar om en förhållandevis bred nedgång och inte något som kan hänföras till någon enskild komponent. Inflationen har också fallit i andra delar av världen, bland annat i euroområdet, vilket föranledde en sänkning av ECB:s styrränta i november. Problemet i Sverige är att inflationen redan var låg innan de senaste utfallen publicerades, väsentligt under målet på 2 procent. Där skiljer sig den svenska utvecklingen från andra länders, eftersom länder med ett mer eller mindre tydligt inflationsmål överlag ligger närmare detta mål.

Utvecklingen i realekonomin har fortsatt att vara ganska svag i Sverige, även om sysselsättningen fortsatt öka och många framåtblickande indikatorer har utvecklats starkt. Därför finns det fortfarande förhållandevis gott om lediga resurser i ekonomin, vilket bidrar till ett lågt inflationstryck.

Ekholms tolkning av utvecklingen av inflationen i Sverige är att den i stor utsträckning är en konsekvens av att penningpolitiken inte fokuserat tillräckligt på att föra tillbaka inflationen till målet. Hon menade att en viktig förutsättning för att behålla väl förankrade inflationsförväntningar och upprätthålla trovärdighet för inflationsmålet är att visa i handling att det är inflationsmålet som står i centrum för de penningpolitiska besluten.

Det har varit ett viktigt skäl till att hon förespråkat en sänkt ränta under lång tid. Hon tillstod att denna tolkning av vad som ligger bakom att inflationen blivit oväntat låg kan vara felaktig, men menade att det i så fall får utvisas av framtida analyser.

Mot bakgrund av detta välkomnade Ekholm förslaget till sänkt ränta i den räntebana som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Liksom tidigare anser hon att det i princip skulle kunna vara motiverat med en större sänkning än de 0,25 procentenheter som föreslås för att få upp inflationen snabbare. Men eftersom konjunkturutsikterna i prognosen trots allt förutser en starkare BNP-tillväxt och ökat resursutnyttjande framöver skulle en stor räntesänkning bryta mot tidigare handlingsmönster och riskera att skapa förvirring. Hon tyckte dock att det är bra att reporäntebanan är dragen så att den indikerar en större sannolikhet för en sänkning än för en höjning av räntan framöver.

Ekholm välkomnade också förslaget till en tydlig nedrevidering av räntebanans ändpunkt. Utgångspunkten för nedrevideringen är bedömningen att inflationstrycket är lägre än vad som tidigare antagits. Med denna nedrevidering blir den prognosticerade ränteskillnaden gentemot omvärlden mot prognosperiodens slut mindre än vad den var med den förra räntebanan och mer i linje med vad som förväntas på marknaden, åtminstone baserat på vad som kan utläsas av marknadsprissättningen. Det är fortfarande så att den prognosticerade ränteskillnaden ökar mer än vad som förväntas på marknaden, vilket innebär att kronan borde stärkas när väl den svenska räntan börjar stiga snabbare än vad som prisats in på marknaden. Å andra sidan ligger nu en successiv appreciering av kronan i prognosen. Exakt hur stora växelkursrörelserna kan tänkas bli och hur mycket de kan tänkas påverka inflationen är inte helt klart för Ekholm i dagsläget, men det är någonting som hon menade kan analyseras mer utförligt inför den penningpolitiska rapporten i februari. Hennes bedömning är att slutpunkten för reporäntebanan är i högsta laget – det vill säga att den kan implicera en kronförstärkning som drar ner inflationen något mer än vad som ligger i prognosen – men det handlar om en skillnad som är alltför liten för att hon ville reservera sig till förmån för en annan räntebana.

Sammantaget ställde sig Ekholm alltså bakom den föreslagna räntebanan i alla dess delar. Hon fortsatte med att förtydliga hur hon ser på den avvägning som nämns i utkastet till penningpolitisk uppföljning mellan en mer expansiv penningpolitik för att få upp inflationen mot målet snabbare och en mindre expansiv penningpolitik för att minska riskerna med hushållens skuldsättning. Hon tror inte att 0,25 procentenheters lägre reporänta har tillräckligt stora effekter på skuldsättningen för att på något väsentligt sätt påverka riskerna för att denna skuldsättning medför problem för den makroekonomiska utvecklingen längre fram. Finansinspektionen har vidtagit en del åtgärder och kommunicerat att de överväger ytterligare åtgärder för att påverka utvecklingen när det gäller bolånen. Hur effektiva dessa åtgärder kan väntas vara för att minska riskerna med hushållens skuldsättning är svårt att säga, men de är i alla fall åtgärder som kan väntas ha bättre precision än en något högre reporänta, menade Ekholm. Hon trodde dessutom att

det finns betydande realekonomiska kostnader och risker förknippade med att låta inflationen förbli under målet länge. En risk är att inflationsförväntningarna blir mindre förankrade vid inflationsmålet, vilket gör det svårare att få upp inflationen. En annan är att en negativ chock som ytterligare sänker inflationstrycket kan leda ekonomin in i deflation och penningpolitiken till ett läge där styrräntan slår i golvet och inte kan sänkas mer. Mot denna bakgrund ser hon ett stort behov att göra penningpolitiken mer expansiv för att få upp inflationen mot målet snabbare och är därför positiv till den föreslagna nedreviderade räntebanan.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att förklara att han ställer sig bakom den reporäntebana och prognos som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Den stora förändringen sedan det förra penningpolitiska mötet är att inflationen i oktober och november har fallit ut klart lägre än den prognos som då lades. De nya inflationsutfallen väntas främst pressa ner inflationen under det kommande året, men i viss utsträckning även på längre sikt. BNP-tillväxten och industriproduktionen har blivit något lägre än väntat, men framåtblickande indikatorer från enkätundersökningar är starka.

Förändringarna i utsikterna för omvärldens ekonomiska utveckling har varit relativt små. Risken för omfattande politiska problem i samband med utformningen av den amerikanska finanspolitiken har minskat, men det är fortfarande osäkert hur en nedtrappning av de penningpolitiska stimulanserna kommer att påverka marknaderna och den ekonomiska utvecklingen utanför USA. I euroområdet kvarstår problemen med svaga offentliga finanser och osäkerhet om kvaliteten på bankernas tillgångar. Men förberedelserna för en genomlysning av bankernas balansräkningar och för en bankunion innebär att problemen knappast kommer att tydliggöras i närtid.

Den låga svenska inflationen gör att avvikelsen från inflationsmålet blir tydligare, och att det blir allt viktigare att säkerställa att inflationen rör sig mot målet i en inte alltför långsam takt. Därför menade Flodén att det är viktigt att penningpolitiken görs mer expansiv genom en sänkning av reporäntan vid dagens möte.

Flodén påminde om att han vid tidigare penningpolitiska möten menat att det i princip kunde ha varit motiverat att sänka räntan med mer än 25 räntepunkter just för att säkerställa att inflationen skulle röra sig mot två procent tillräckligt snabbt även om ekonomin skulle drabbas av negativa överraskningar. När nu inflationen har blivit lägre än väntat har skälen för en sänkning av reporäntan med 50 räntepunkter stärkts något, men inte tillräckligt för att han skulle förespråka det alternativet.

Ett starkt förtroende för penningpolitiken är avgörande för att ekonomins pris- och lönebildning ska vara förenliga med inflationsmålet. Genom att sänka räntan sänder Riksbanken en signal om att man kommer att se till att inflationsmålet uppfylls genom att penningpolitiken reagerar på ny information och nya utvecklingar i ekonomin. Utifrån det

här perspektivet tycker Flodén att det viktiga är att räntan sänks, snarare än hur stor räntesänkningen blir. Han är inte övertygad om att en oväntat stor sänkning av reporäntan skulle stärka förtroendet för penningpolitiken mer än en sänkning med 25 räntepunkter.

Dessutom finns det enligt Flodén tecken på att det är lite sent att nu göra penningpolitiken betydligt mer expansiv. Penningpolitiken har störst genomslag på inflationen med viss fördröjning. Visserligen förstärker de senaste månadernas inflationsutfall bilden av att det underliggande inflationstrycket är och kan förbli lågt trots att sysselsättningen stiger. Men det är ändå främst under det kommande året som inflationen väntas bli riktigt låg. Dessutom har de framåtblickande konjunkturindikatorerna stärkts påtagligt under senare tid. Om konjunkturutvecklingen förstärks i enlighet med indikatorerna kan de största effekterna av dagens penningpolitik sammanfalla med en snabb konjunkturuppgång som också medför tilltagande inflation.

Flodéns bedömning är att det är lämpligt att reporäntan sänks med 25 punkter vid dagens möte. Men eftersom det även finns skäl som talar för en större sänkning krävs det inte mycket ny negativ information för att han ska förespråka en ytterligare räntesänkning vid nästa penningpolitiska möte. Han tycker därför att det är bra att räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning visar en större sannolikhet för en sänkning än för en höjning vid nästa penningpolitiska möte i februari. Då kommer det förmodligen inte att finnas mycket ny information om hur den svenska inflationen utvecklas. En ny räntesänkning kan istället bli motiverad om konjunkturen inte tar fart, särskilt om även förtroendeindikatorerna försvagas eller om en nedtrappning av den expansiva penningpolitiken i USA får stor negativ inverkan på de internationella konjunkturutsikterna.

På längre sikt anser Flodén, i likhet med skrivningarna i utkastet till penningpolitisk uppföljning, att osäkerheten förknippad med konjunktur- och inflationsutvecklingen är mer balanserad. Enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning kommer reporäntan att ligga kvar på 0,75 procent i ungefär ett år för att höjas i början av 2015. En tidigare höjning kan bli motiverad om de starka konjunkturindikatorerna resulterar i en snabb tillväxt som också ger en inflationsuppgång som är snabbare än i prognosen. En senare höjning kan bli motiverad om KPIF-inflationen i början av 2015 fortfarande ligger långt under två procent.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att detta förmodligen var det svåraste räntebeslutet som han varit med om under sin tid i Riksbankens direktion.

När det gäller konjunkturutsikterna och riskbilden kring hushållens skulder har inte så mycket hänt sedan det senaste penningpolitiska mötet den 23 oktober. Det talar för att hålla fast vid den penningpolitiska planen från oktober och alltså nu lämna reporäntan oförändrad.

Men samtidigt har inflationen två månader i rad överraskat kraftigt på nedsidan jämfört med oktoberprognosen. Givetvis ska inte ett enstaka utfall kunna kullkasta en penningpolitisk plan som gäller för flera år framöver. Men i det rådande läget, när inflationen redan har varit lägre än inflationsmålet i cirka två år och först väntas vara i linje med målet under hösten 2015, blir toleransen för ytterligare negativa inflationsöverraskningar mycket begränsad.

Mot denna bakgrund menade Jansson att han principiellt sett närmar sig frågan om hur penningpolitiken ska reagera på den negativa inflationsöverraskningen med en tendens att hellre göra för mycket än för litet. Han betonade att det är viktigt att understryka att detta inte innebär att riskerna med hushållens höga och växande skulder försvunnit eller inte längre är en faktor som penningpolitiken behöver ta hänsyn till. Men i termer av den avvägning han så ofta talat om – nämligen att man i penningpolitiken måste göra en kompromiss mellan å ena sidan ett behov av att mer kortsiktigt stimulera konjunkturen och bidra till att inflationen stiger och å andra sidan ett behov av att mer långsiktigt beakta riskerna med hushållens höga skuldsättning – är det helt enkelt så att det skett en förskjutning i form av en högre prislapp på att ta hänsyn till riskerna med hushållens skulder, det vill säga på att ägna sig åt det som på engelska brukar kallas "leaning against the wind".

En omständighet som nu spär på oron för den oväntat låga inflationen är att det framförallt är en svag utveckling av tjänstepriserna som ligger bakom prognosfelen. Det är oroande av flera skäl. För det första borde tjänsteprisernas utveckling ha ett starkare samband med det inhemska ekonomiska läget än varuprisernas utveckling. En oväntat svag utveckling av tjänstepriserna kan då tyda på att företagen har ännu svårare att övervältra inhemska kostnadsökningar till priser än vad Riksbanken räknar med. I sammanhanget ska noteras att svårigheter att övervältra kostnadsökningar till priser utgjorde ett viktigt skäl till att revidera ner inflationsprognosen redan i april. För det andra blir den totala inflationen då mer beroende av varuprisutvecklingen. Men denna har uppvisat en tendens att vara trendmässigt svag under en längre tid, vilket gör det mindre troligt att den kan kompensera för en fortsatt svag utveckling av tjänstepriserna. Allt detta, menade Jansson, talar för att det finns en risk för att den oväntat låga inflationen de senaste månaderna biter sig fast och på ett bekymmersamt sätt fördröjer den väntade inflationsuppgången mot målet.

I ljuset av detta, fortsatte Jansson, blir det nu särskilt betydelsefullt att ordentligt analysera skälen till varför tjänstepriserna utvecklats oväntat svagt. Det blir en mycket angelägen uppgift för Riksbankens avdelning för penningpolitik under de närmaste månaderna.

Jansson förklarade att han, för att motverka en sådan bekymmersam fördröjning av inflationsanpassningen, har landat i att det nu är motiverat att på ett ganska kraftfullt sätt agera mot den oväntat låga inflationen. Mot denna bakgrund ställde han sig bakom både

makroprognosen och penningpolitiken som finns i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Självklart reser den ganska påtagliga förändringen av reporäntebanan frågor om vad som ska hända med hushållens höga och växande skulder, sa Jansson. Det är ingen tvekan om att en ännu lägre ränta under en ännu längre tid ökar risken för en överbelåning bland hushållen. Eftersom hushållen redan idag förväntar sig en mycket låg rörlig bolåneränta på lång sikt blir det nu mycket viktigt att följa hur dessa förväntningar påverkas av den nya reporäntebanan. Allt annat lika är det självklart så att Riksbankens behov av att nu i större utsträckning prioritera kortsiktiga stimulanser gör det mer angeläget att vidta åtgärder inom makrotillsynen.

Jansson ville vara tydlig med att han för egen del fortsätter att se riskerna med hushållens skulder som en faktor att beakta i penningpolitiken. De svenska hushållens skulder är idag höga både i ett historiskt och internationellt perspektiv. Det skapar risker, framförallt för hushåll med små likviditetsreserver. Ett särskilt allvarligt problem skulle uppstå om skuldkvoten på nytt börjar följa en brant uppåtgående trend. Då ökar ekonomins sårbarhet allt mer i takt med att likviditetsreserverna krymper ytterligare. Förr eller senare når man en punkt när till och med ganska små störningar i exempelvis inkomster, tillgångspriser eller räntor kan utlösa anpassningar som ger ganska betydande effekter på makroekonomin.

Att detta inte är fiktion utan en verklig risk visas inte minst av utvecklingen i Danmark och Nederländerna, där man tillät skuldkvoten att stiga alltför mycket innan man insåg faran. Att undvika en sådan utveckling är givetvis inte lätt i ett land där skuldkvoten stigit mer eller mindre oavbrutet de senaste 15 åren. Och Jansson hade svårt att se att denna formidabla utmaning kan klaras om inte ett flertal politikområden, bland dem förstås både makrotillsyn och penningpolitik, samverkar.¹

Jansson ville avslutningsvis förklara hur hans tidigare något mer optimistiska syn på den ekonomiska utvecklingen, som han gett uttryck för på varje penningpolitiskt möte sedan i juli, rimmar med det han nu sagt och det räntebeslut han förordat.

Han betonade åter att konjunkturutsikterna inte är ett skäl för att nu sänka räntan eller ha en mer expansiv räntebana. Visserligen pekar data när det gäller konjunkturutvecklingen i lite olika riktning. Men en del indikatorer, såsom inköpschefsindex och Konjunkturinstitutets barometerundersökning, ligger nu på ganska höga nivåer. Det kan kanske inte uteslutas att den här typen av enkätbaserade indikatorer för närvarande inte fungerar lika bra som de gjort historiskt, men man kommer ändå inte ifrån att de förebådar en tydlig och rejäl konjunkturförstärkning. Viktigt i sammanhanget är också den allt tydligare förbättringen av den ekonomiska läget i omvärlden. Detta gör att

¹ För ett utförligare resonemang om detta se Per Jansson (2013), "Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter", tal vid SvD Bank Summit, Stockholm.

Jansson även idag ser skäl till att hålla dörren på glänt för en något starkare utveckling än vad som förutses i prognosen.

När Jansson på de tidigare mötena argumenterat för en något ljusare prognos för den ekonomiska utvecklingen betonade han att detta inte behövde få konsekvenser för beslutet om reporäntan för stunden eller reporäntebanan i framtiden. Det är en bedömning som han fortfarande håller fast vid. Bakgrunden till den bedömningen var att inflationen var en bra bit under målet och riskerna för överhettning små. Och så är ju fallet även idag, menade Jansson. I ett sådant läge kan prognosen för den ekonomiska utvecklingen tåla en viss upprevidering utan att det behöver påverka utformningen av penningpolitiken.

Jansson påpekade att han på de tidigare mötena också understrukt att ett resonemang om att penningpolitiken inte behöver påverkas av en ljusare prognos för den ekonomiska utvecklingen förutsätter att riskerna förknippade med hushållens höga skulder, som i förlängningen kan utgöra ett allvarligt hot mot den makroekonomiska stabiliteten, inte ökar och kan hanteras. Även den bedömningen gäller på samma sätt idag. Och med tanke på den ganska stora penningpolitiska lättnad som den nya räntebanan innebär var Jansson särskilt angelägen om att understryka att så också fortsatt är fallet.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** menade att med den föreslagna reporäntan, den reviderade räntebanan och övriga prognosantaganden så uppfylls uppdraget att gradvis återföra inflationen till 2 procent under 2015. Hon ställer sig därför bakom reporäntebanan och prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i oktober har bilden av en global återhämtning fortsatt att bekräftas. Det handlar alltjämt om en gradvis återhämtning understödd av fortsatt stimulerande penningpolitik och avtagande finanspolitiska åtstramningar.

Samtidigt är det tydligt att omvärldens inflationstakt ligger lågt och snarast uppvisar en nedåtgående trend i USA och euroområdet. Till viss del handlar detta om lägre energipriser, men även rensat för detta har inflationen sjunkit i flera viktiga svenska handelspartner. Det är därför naturligt att utkastet till penningpolitisk uppföljning innehåller vissa nedrevideringar av omvärldsinflationen för kommande år.

När man analyserar den senaste tidens låga inflationsutfall i Sverige är det viktigt att ha med denna faktor från utlandet. En lägre omvärldsinflation än väntat räcker dock inte för att förklara den svenska inflationsutvecklingen de senaste månaderna.

Tittar man på kostnadstrycket i Sverige, mätt som den årliga procentuella förändringen i arbetskostnader per producerad enhet, har det legat kring 2 procent de senaste åren. Samtidigt har inflationen mätt som KPIF legat kring eller under 1 procent.

Företagen verkar alltså inte ha höjt sina priser i samma takt som kostnaderna har ökat. Att företagen ser små möjligheter att höja priserna i närtid indikeras bland annat i

Riksbankens senaste företagsundersökning. Med en konjunkturåterhämtning förväntas möjligheterna till prishöjningar att öka, men i närtid verkar prishöjningsförmågan alltså svag.

Skingsley menade vidare att det också finns skäl att noga följa prisutvecklingen inom enskilda sektorer, i synnerhet mot bakgrund av att tjänstepriserna har utvecklats svagt och på bred front på senare tid. Traditionellt utgår man ifrån att tjänstepriser har en stark korrelation med arbetskraftskostnader, att tjänsteproduktion har en svagare produktivitet utveckling än varuproduktion och att konkurrenssituationen bestäms av mer inhemska faktorer. Enkelt uttryckt borde svenska tjänstepriser allt annat lika vara mindre känsliga för omvärldskrafterna än varupriserna.

Det krävs fler månader av data för att säkert avgöra om den svagare pristrenden handlar om tillfälligheter. Men med tanke på den relativt goda inhemska efterfrågan i Sverige finns det anledning att fråga sig om tjänsteutbudet har blivit mer elastiskt och att det förklarar den svagare pristrenden i tjänstesektorn. Kanske ökar det internationella inflytandet över prissättningen också inom tjänstesektorn.

Omvärldsberoendet är inte bara en av inflationens bestämningsfaktorer utan påverkar även möjligheterna att bedriva en självständig penningpolitik. Under åren med en internationell finanskris har en rad centralbanker vid flera tillfällen utökat sina stimulansinsatser och skjutit upp det man bedömer vara lämpliga tidpunkter för att påbörja en återgång till konjunkturmässigt mer neutrala ränteförhållanden. Med rörlig växelkurs är det teoretiskt så att man har ganska stora frihetsgrader. Men med ett förhållandevis synkroniserat globalt förlopp, är dessa frihetsgrader inte så stora för en utrikeshandelsberoende ekonomi som den svenska.

Det gamla historiska mönstret, att kronkursen försvagades i faser när omvärldsefterfrågan viker, tycks inte vara lika tydligt i den här konjunkturfasen. Ett sätt att försöka höja inflationen skulle kunna vara att via penningpolitiken försöka försvaga växelkursen. Det skulle troligtvis kräva en stimulanspolitik som är mer kraftfull än den som utövas av flera av våra handelspartners som i dagsläget i många fall har styrräntor nära noll och därutöver ytterligare stimulansåtgärder. En sådan svensk penningpolitik skulle emellertid kunna medverka till växande inhemska obalanser, inte minst vad gäller skuldsättningen. Detta gäller särskilt som räntorna redan är låga och har varit låga under flera år.

Den senaste tidens inflationsutfall och särskilt sammansättningen i inflationen talar enligt Skingsley trots allt för ett behov att i närtid addera stimulans till den förda penningpolitiken. Hon tycker därför att det är rimligt att sänka räntan för att säkerställa måluppfyllelse i rimlig tid, men också att anpassa räntebanan eftersom det annars finns en tilltagande risk att inflationen varaktigt blir för låg.

Skingsley hävdade dock att det förblir fortsatt viktigt att följa hur den förda penningpolitiken i Sverige bidrar till riskuppbbyggnader som medför att tillväxten inte

längre är långsiktigt hållbar. Skingsley påpekade att hon vid tidigare mötestillfällen har välkomnat de insatser som görs inom makrotillsynsområdet. Det krävs fortsatt analys av händelseutvecklingen och det är viktigt att det sker en implementering av nödvändiga åtgärder för att komma tillrätta med hushållens höga skuldsättning.

Med tanke på den svenska bolånemarknadens relativt sett stora beroende av internationellt kapital för att finansiera kreditexpansionen är det viktigt att vidmakthålla det internationella förtroendet för svensk ekonomi. Svenska bostadspriser och hushållens agerande på bostadsmarknaden är därmed inte bara en angelägenhet för oss i Sverige utan även för en lång rad finansiella aktörer innanför och utanför landets gränser.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar den bedömning av utvecklingen i omvärlden och Sverige som görs i utkastet till penningpolitisk uppföljning. De utfallsdata som kommit in efter det penningpolitiska mötet i oktober har i stora drag varit i linje med den prognos som då lades. Det finns dock ett undantag och det gäller inflationen i såväl omvärlden som Sverige som blivit lägre än i den tidigare bedömningen.

Mot bakgrund av den låga inflationsutvecklingen bedömde af Jochnick att det var rimligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent för att stimulera svensk ekonomi och för att föra inflationen mätt med KPIF tillbaka till 2 procent under 2015. Hon ställde sig också bakom förslaget till ny reporäntebana.

af Jochnick förklarade vidare att det inte har varit ett helt enkelt beslut för henne att stödja en räntesänkning till 0,75 procent eftersom det finns en risk att ännu lägre räntor bidrar till att hushållens skuldsättning ökar ytterligare. Hon tycker dock att det liggande förslaget utgör en rimlig avvägning eftersom inflationen blivit betydligt lägre än prognosen i oktober och nu väntas bli lägre under det närmaste året.

I analysen av skälen till de låga inflationssiffrorna framgår att det under hösten särskilt har varit tjänstepriserna som har ökat långsammare än väntat. af Jochnick tycker att det är svårt att bedöma skälen till den lägre inflationen men konstaterade att det uppenbarligen är svårt för företagen att överföra kostnadsökningar till konsumenterna. Ett skäl kan vara fortsatt svag efterfrågan. Det kan också vara så att den långsamma återhämtningen såväl i omvärlden som i Sverige skapar en osäkerhet som gör att företagen avstår från att höja sina priser.

af Jochnick instämde med det flera andra ledamöter sagt om behovet av att fördjupa analysen på detta område för att bättre förstå bakgrunden till tjänsteprisernas utveckling och hur den utvecklingen bör påverka synen på inflationen framöver. Hon konstaterade vidare att arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas förhållandevis väl. Antalet varsel är lägre än för ett år sedan och sysselsättningen har ökat något mer än i oktoberprognosen.

af Jochnick förklarade att hon är fortsatt orolig för utvecklingen i hushållens skuldsättning och vilka problem den kan orsaka på sikt både för svensk makroekonomi och finansiell stabilitet. Den låga räntenivån kan komma att underblåsa trenden med stigande priser på olika typer av tillgångar. Om hushållens skuldsättning fortsätter att stiga och de finansiella obalanserna förstärks kommer det att ställa än högre krav på andra politikområden att verka för att riskerna med hushållens skuldsättning begränsas.

I Riksbankens senaste finansiella stabilitetsrapport framgår hur sammanflätat det svenska finansiella systemet är med omvärlden. Svenska banker är beroende av ett fortsatt stort förtroende hos inte minst utländska finansiärer för att finansiera hushållens skulder. af Jochnick anser att det är viktigt att Sverige får organisationen för makrotillsyn på plats och att Finansinspektionen aktivt bidrar till analys och förslag om makrotillsynsåtgärder. Finansinspektionen har hittills aviserat att man avser att höja riskvikterna på bolån och att det skulle kunna dämpa hushållens skuldsättning. af Jochnick tycker att det är ett välkommet ställningstagande, men så länge ett beslut ännu inte är fattat och så länge det är oklart när ett beslut om höjda riskvikter kan komma att träda i kraft, är det mycket ovisst vilken effekt Finansinspektionens avsiktsförklaring har på bankernas och hushållens agerande.

När det gäller den makroekonomiska utvecklingen i omvärlden har det inte varit några större överraskningar, utöver den lägre inflationen, sedan det senaste penningpolitiska mötet. Det är dock positivt för den globala utvecklingen att en budgetuppgörelse i USA har kommit en bra bit på väg genom en kompromiss i representanthuset.

När det gäller de finansiella marknaderna finns det fortsatt anledning att noga följa Federal Reserves agerande och eventuella beslut om nedtrappning av tillgångsköp. af Jochnick påpekade att marknadens förväntningar om besked om nedtrappning av tillgångsköp under sommaren 2013 ledde till allmänt sett högre långa räntor. Även europeiska och svenska långräntor drogs med i denna utveckling. Nu har förväntningar om en mer nära förestående nedtrappning gett upphov till betydligt mindre reaktioner än i somras.

Som hon sagt vid tidigare penningpolitiska möten anser af Jochnick att det finns goda skäl att överväga ytterligare åtgärder för att begränsa riskerna med hushållens skuldsättning. En stor risk när skuldsättningen är hög är att ett eventuellt bostadsprisfall kan leda till ett stort fall i privat konsumtion med negativa effekter på arbetslöshet och tillväxt.

Penningpolitiken kommer även fortsättningsvis att ta hänsyn till skuldsättningen i hushållssektorn så länge riskerna är fortsatt höga. Riksbankens möjligheter att med penningpolitiska åtgärder påverka nivån på hushållens skuldsättning är dock begränsade. Det är dock viktigt att i kommunikationen vara tydlig om de risker som har identifierats och som längre fram kan leda till sådana problem i det finansiella systemet att

penningpolitiken blir svår att genomföra. Om inte andra politikområden vidtar åtgärder så ökar svårigheterna för Riksbanken att uppfylla inflationsmålet, värna den finansiella stabiliteten och undvika allvarliga återverkningar på realekonomin på längre sikt.

af Jochnick konstaterade sammanfattningsvis att tydliga åtgärder på makrotillsynsområdet är nödvändiga med tanke på det låga ränteläget i Sverige. Till det kommer att EU-kommissionen har påpekat att produktionen av bostäder hämmas av stela planregelverk, svag konkurrens i byggsektorn och hyresregleringen. Dessutom har ränteavdragen bidragit till att pressa upp bostadspriser och hushållens skulder. Utöver tydliga beslut på makrotillsynsområdet behövs det därför åtgärder för att bygga fler bostäder, se över hyresregleringen och de skatter och regleringar som skapar felaktiga incitament på bostadsmarknaden.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han delar beskrivningen av den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk uppföljning och att han stödjer förslaget att sänka reporäntan och den räntebana som ligger till grund för prognosen.

Ingves påpekade att realekonomin såväl i omvärlden som i Sverige utvecklats i enlighet med bedömningen vid det föregående penningpolitiska mötet. Världshandeln växer och den globala konjunkturen förbättras, men samtidigt är inflationstrycket överlag lägre än väntat.

Återhämtningen stöds av att olika förtroendeindikatorer har stigit och en ganska stabil utveckling på finansiella marknader. Men det är fortsatt stora skillnader i styrkan i återhämtningen i olika delar av världen. I euroområdet går det långsamt, vilket beror på att skuldsaneringen i privat och offentlig sektor fortfarande pågår, och inflationstrycket är lågt. Det finns ljusare tecken när det gäller kreditvillkor och de räntor som hushåll och företag möter. Behovet av att gå igenom och få ordning på banksektorn är dock fortfarande mycket stort, vilket håller tillbaka återhämtningen. I USA noteras en fortsatt förbättring. Hushållens konsumtion ökar och det finns tecken på att läget på arbets- och bostadsmarknaderna ljusnar. På övriga viktiga svenska exportmarknader har utvecklingen varit ungefär som väntat.

I Sverige är flera konfidensindikatorer högre än sina historiska genomsnitt. Sysselsättningen har utvecklats något starkare än väntat. Antal varsel är lägre än för ett år sedan, och ligger nu på en låg nivå nära sitt historiska genomsnitt. Företagen ser ljusare på framtiden. Samtidigt har en del svagare hårddata inkommit, vilket gör bilden spretig.

Ifjol kunde man konstatera att varupriserna föll relativt kraftigt medan tjänstepriserna steg med ungefär 2 procent. De senaste månaderna har tjänstepriserna ökat långsammare än väntat, å andra sidan faller inte varupriserna lika mycket.

Ingves påpekade vidare att det inte är lätt att förklara den låga inflationen. Redan i våras reviderades inflationsprognosen ned eftersom företagen i det svaga konjunkturläget bedömdes ha svårare att föra över ökade kostnader till konsumentpriserna. Den faktorn tycks vara viktig också nu. Ett skäl kan vara att den dämpade efterfrågan i omvärlden tillsammans med hög global konkurrens bidragit till att begränsa de svenska företagens marginaler. Ett annat skäl kan vara att inhemsk efterfrågan hållits tillbaka av en allmän osäkerhet om framtiden, trots en mycket expansiv penningpolitik. Prisutvecklingen på varor och tjänster behöver undersökas och analyseras vidare.

När det gäller penningpolitiken menade Ingves att det är viktigt att notera att de räntor som svenska företag och hushåll möter inte skiljer sig markant från räntorna i andra länder med någorlunda väl fungerande ekonomier. Enligt hans syn är de räntor som i slutändan möter hushåll och företag betydligt viktigare för penningpolitikens genomslag än framtida så kallade implicita terminsräntor.

Samtidigt som inflationen är lägre än väntat fortsätter bostadspriserna och hushållens skuldsättning att stiga. Utlåningen till bostadsrätter steg exempelvis med cirka 8 procent i oktober och andra utlåningsmått verkar också vara på väg upp. Det bidrar till att göra hushållens skuldsättning till en betydande och växande risk. Visserligen har ett antal åtgärder på makrotillsynsområdet annonserats men effekterna av dessa är osäkra.

Det är enligt Ingves inte möjligt att sätta siffror på den samlade effekten av olika slags makrotillsynsinstrument, men hans bedömning är att de i dagsläget inte räcker.

Makrotillsynsåtgärder syftar till att dämpa den finansiella cykeln som är betydligt längre än den traditionella konjunkturcykeln. Penningpolitiken kan göra sin del, oaktat att den traditionella analysmodellen är illa anpassad till frågor om finansiell stabilitet. Flera olika politikområden behöver samverka för att hantera finansiella obalanser. Lågt bostadsbyggande, ränteavdrag och allehanda trögheter har bidragit till högre bostadspriser och ökad skuldsättning för hushållen.

Eftersom mycket arbete återstår när det gäller både makrotillsyn och andra områden står penningpolitiken inför ett genuint dilemma. Avvägningen mellan att klara inflationsmålet och att trygga den finansiella stabiliteten har blivit svårare. Det är en svår uppgift att hitta en nivå på reporäntan som gör det möjligt att hantera inflationen, stödja den allmänna ekonomiska politiken och värna finansiell stabilitet. I det rådande läget är det inte möjligt att finkalibrera utvecklingen för inflationen och för finansiella variabler som utlåningen eller skuldkvoten. Den svenska ekonomin har blivit alltmer tudelad i det avseendet. Ändå är det naturligtvis så att ett räntebeslut i vanlig ordning måste fattas.

Mot bakgrund av den låga inflationen och att inflationstrycket framöver bedöms vara lägre baseras prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning på att reporäntan sänks till 0,75 procent och att den förblir på den nivån i ungefär ett år. Prognosen för reporäntan är lägre än i oktober. Penningpolitiken bedöms därmed bidra till att KPIF-

inflationen stiger mot 2 procent. Samtidigt fortsätter hushållens höga skuldsättning att utgöra en risk för ekonomin och avvägningen mellan att nå inflationsmålet och att beakta mer långsiktiga risker kopplade till skuldutvecklingen är därför svår. Ingves samlade bedömning innebär dock att han stöder förslaget att sänka reporäntan till 0,75 procent och den nya räntebanan.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde diskussionen med att notera att mot bakgrund av de senaste årens finanskris så är ramverken för centralbanker uppe till diskussion i många länder och på flera arenor, till exempel den akademiska och den politiska. Här i Sverige har diskussionen koncentrerats kring att inflationen, mätt som KPIF, legat mer eller mindre under 2-procentsmålet sedan början av 2011.

En av punkterna i den kritik som framförts mot Riksbanken, eller åtminstone mot en del av direktionen, är att man gör en felaktig tolkning av lagstiftarens uppdrag. Det görs gällande att det bakom relativt små åsiktsskillnader om reporäntan finns stora skillnader i hur man ser på uppdraget.

Skingsley förklarade att i stället för att bli tillskriven uppfattningar av andra, så ville hon ta tillfället i akt att själv formulera hur hon ser på uppdraget som direktionsledamot. Hon uppfattar att man inom direktionen är överens om att uppdraget består i att leverera prisstabilitet, vilket man preciserat till att inflationen ska vara 2 procent.

Åsiktsskillnaderna verkar enligt Skingsley snarare gälla hur snabbt det är önskvärt att man återför inflationen till 2 procent. De underliggande frågorna är dels i vilka situationer som det är acceptabelt att avvika från målet, dels hur länge man kan avvika från 2-procentsmålet innan man kan sägas ha avvikit från sitt uppdrag.

Som ett led i beskrivningen av sin syn på uppdraget ville Skingsley påminna om vad som sades i förarbetena till riksbankslagen i slutet av 1990-talet. I dessa förarbeten framgår det att eftersom penningpolitiken har prisstabilitet som mål bör Riksbanken inte ha något explicit underordnat mål. Men det framgår också att Riksbanken, utan att ge avkall på prisstabiliteten, bör kunna stödja de allmänna målen för den ekonomiska politiken. Penningpolitiken anses således kunna medverka till målen om hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

En hög sysselsättning över tiden förutsätter en långsiktigt hållbar tillväxt, men att bedriva en ekonomisk politik som bidrar till hållbar tillväxt är komplicerat. För Skingsley är det självklart att det inom begreppet hållbar tillväxt ingår att undvika ekonomisk-politiska beslut som ökar risken för oönskade effekter av chocker. För henne är det därmed också rimligt att beakta fortsatt stigande skuldkvoter när dessa krymper hushållens motståndskraft och därmed blir ett hot mot just hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

I förarbetena finns också beskrivningar av exceptionella omständigheter där prisstabilitetsmålet måste, som det är formulerat, "rimligen vika för ett omedelbart behov att med en aktiv penningpolitik dämpa störningen och motverka att den får permanenta effekter". Exempel på sådana exceptionella omständigheter som anges i förarbetena är krig, naturkatastrofer eller mycket kraftiga utbudsstörningar. Det handlar om situationer där andra anpassningsmekanismer inte fungerar.

I propositionstexten konkluderar man sedan att man inte på förhand ska försöka sätta upp några undantagsregler för när prisstabilitetsmålet måste ge vika. Detta eftersom det är svårt att på förhand förutse alla tänkbara situationer av det slaget. Inte heller satte man upp några regler för hur snabbt inflationen ska återföras till målet. Mot denna bakgrund menade Skingsley att lagstiftaren har gett Riksbankens direktion ett förtroende som hon anser att den är kapabel att sköta.

Hon hävdade vidare att det inom samma mandat finns utrymme för flera uppfattningar om vad som är den mest lämpliga penningpolitiken och sa att hon hoppas på en mer nyanserad debatt om huruvida penningpolitiken lever upp till mandatet från Riksbankens uppdragsgivare.

Inflationsmålsregimen fungerar i huvudsak bra, men att hamna rätt med penningpolitiken är periodvis svårt eftersom den är starkt beroende av prognoser. Skingsley menade vidare att prognosmodeller som ger ett beslutsunderlag som pekar på vad som utgör en välavvägd penningpolitik har sina fördelar, men hon poängterade att återkommande kriser på finansmarknaderna illustrerar att prognosmodellerna inte förmår fånga de stabilitetsrisker som finns.

När Skingsley studerar andra centralbanker är det för henne tydligt att man har att hantera olika sorters utmaningar. I USA och euroområdet, vars penningpolitik några tycker att Riksbanken borde följa, har man att hantera balansräkningsanpassningar och svag kreditförsörjning orsakade av nuvarande eller tidigare bankproblem, vilket kräver en mycket stimulerande penningpolitik. I länder som i likhet med Sverige snarare vill undvika att utlösa en kris, till exempel Norge, Kanada och Nya Zeeland, är centralbankernas företrädare helt införstådda med att förekomsten av finansiella obalanser också måste vägas in i penningpolitiska beslut.

I Sverige ligger fokus i stor utsträckning på hushållen och deras balansräkningar, om de inrymmer risker eller inte och om det i så fall är en fråga för Riksbanken. Skingsley förklarade att hon i likhet med vad som förmedlas i Riksbankens tankar om finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen anser att Riksbanken måste vara vaksam på hur hushållens ränteförväntningar avviker från den långsiktiga jämviktsräntan. Detta eftersom permanenta skift i ränteförväntningarna ger stora effekter på skuldsättningsbeteendet.

Skingsley konstaterade avslutningsvis att hon anser att det ingår i mandatet från uppdragsgivaren, det vill säga Riksdagen, att kontinuerligt utveckla analysen. Det handlar inte om att vara mer eller mindre besjälad av inflationsmålsregimen utan om att utveckla den.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** noterade att en låg och fallande internationell inflation har nämnts flera gånger under mötet. Även i diskussioner utanför Riksbanken tas ibland den internationella inflationen upp som en förklaring till den låga svenska inflationen. Flodén påpekade att det ibland låter som om Riksbanken inte kan påverka den svenska inflationen eftersom vi är ett omvärldsberoende land och eftersom den låga inflationen är ett internationellt fenomen som det knappast går att göra något åt.

Det stämmer att omvärldsinflationen och förändringstakten för globala exportpriser har varit låga under en tid. Men trots denna nedåttrend ligger den genomsnittliga handelsviktade omvärldsinflationen nära två procent. Och tittar man på enskilda länder är det endast ett fåtal som har haft lägre inflation än Sverige under och efter finanskrisen. Detta trots att många andra länder har drabbats av betydligt djupare lågkonjunkturer. Fallande utländsk inflation kan förstås ha bidragit till ett sjunkande inflationstryck i Sverige, men det kan knappast vara den utländska inflationen som har förhindrat den svenska inflationen från att ligga kring två procent. Under de senaste åren har ju Riksbanken gjort en avvägning mellan hur kraftigt penningpolitiken ska användas för att motverka den låga inflationen och de risker en mer expansiv penningpolitik skulle medföra för utvecklingen av hushållens skulder. Att penningpolitiken har tagit hänsyn till hushållens skuldsättning, och därför har hållit räntan högre än annars, har rimligen bidragit till att inflationen har blivit låg.

Flodén anknöt vidare till Skingsleys iakttagelse att penningpolitiken i Kanada, Norge och Nya Zeeland också har tagit hänsyn till finansiella risker, men att centralbankerna där inte har ifrågasatts på samma sätt som Riksbanken i Sverige. Förklaringen kan vara att de länderna inte har ställts inför samma problematiska avvägning mellan finansiella risker å ena sidan och låg inflation och lågt resursutnyttjande å andra sidan. Särskilt i Kanada och Nya Zeeland har inflationen legat nära ländernas respektive inflationsmål under de senaste åren.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade Skingsleys resonemang i hennes första inlägg om möjligheterna för ett land med en omvärldsberoende ekonomi att bedriva en självständig penningpolitik som inte styrs av den penningpolitik som bedrivs i omvärlden. Resonemanget anknyter till en diskussion som aktualiserats av en uppsats av Hélène Rey som presenterades vid årets konferens i Jackson Hole och som handlar om det som brukar omtalas i termer av det finansiella trilemmat.² Detta trilemma handlar om

² Hélène Rey (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", Federal Reserve Bank of Kansas City.

att det inte går att samtidigt ha internationellt integrerade finansmarknader, penningpolitisk autonomi och en stabil växelkurs. Man kan välja två av dessa tre saker, men inte uppnå alla tre samtidigt. Vad Rey påpekar är att det kan vara värre än så, nämligen att det inte går att uppnå penningpolitisk autonomi genom att låta växelkursen flyta därför att kapitalrörelser på internationellt integrerade finansmarknader gör att de finansiella förhållandena bestäms i utlandet. Detta resonemang menade Ekholm att det verkar ligga mycket i. I en liten öppen ekonomi som den svenska där penningpolitiken bedrivs utifrån ett inflationsmål så begränsas de penningpolitiska alternativen av den penningpolitik som bedrivs i de stora valutaområdena. De begränsas därför att en inhemsk penningpolitik som avviker mycket från den som bedrivs i omvärlden får effekter på växelkursen som inte är förenliga med det uppsatta inflationsmålet. Det har för henne varit ett viktigt skäl till varför hon en längre tid förespråkade en räntebana som är mer i linje med den väntade utvecklingen av styrräntor i omvärlden.

När det gäller Skingsleys andra inlägg så höll Ekholm med om att penningpolitiken i den mån det går förstås ska stödja de allmänna målen för den ekonomiska politiken och därmed bör bedrivas så att den främjar tillväxt och sysselsättning. Ekonomin är dock ett komplext system och det är många faktorer som påverkar tillväxten, sysselsättningen och inflationen. Det innebär att penningpolitiken inte kan åstadkomma allt som är önskvärt. Det krävs en genomtänkt ansvarsfördelning mellan olika politikområden för att få en sammantaget god ekonomisk utveckling. Det som är speciellt med penningpolitiken är att det är det mest effektiva verktyget för att påverka inflationen. Därför är det viktigt att penningpolitiken används aktivt för att just stabilisera inflationen runt målet.

Slutligen kommenterade Ekholm vad Ingves sagt om att det är de räntor som i slutändan möter hushåll och företag som är viktigast för penningpolitikens genomslag. Det höll hon med om. Men sådana räntor på längre löptider påverkas bland annat av förväntningar om framtida korträntor och därmed av förväntningar om den framtida penningpolitiken. Det är därför som det är viktigt för henne att reporäntebanan avspeglar vad hon bedömer är en rimlig prognos för en lämplig reporänta i framtiden, givet den information om ekonomin som finns i dagsläget.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** instämde i Skingsleys påpekande om Riksbankens mandat och förklarade att det för henne är självklart att den förda politiken är förenlig med mandatet att upprätthålla ett fast penningvärde och att främja den finansiella stabiliteten. Avvägningarna kring hur låg räntan ska vara för att nå inflationsmålet tillräckligt snabbt och riskerna med hushållens ökade skuldsättning är dock mycket svåra. Inflationsmålet har fungerat väl och penningpolitiken ska bidra till att inflationen når 2 procent. Samtidigt är det hennes bedömning att det låga ränteläget ställer stora krav på flera politikområden att identifiera potentiell riskuppbbyggnad och vidta lämpliga riskförebyggande åtgärder för att upprätthålla den finansiella stabiliteten.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde sitt diskussionsinlägg med att betona att han instämmer i vad Skingsley och af Jochnick just sagt. Att han gör det framgår också tydligt av det tal han höll för några veckor sedan på Svenska Dagbladets "Bank Summit"-konferens.

Jansson ville dock kommentera en annan fråga, nämligen de mer långsiktiga inflationsförväntningarnas utveckling. Dessa har visserligen inte diskuterats så mycket på mötet idag men har ju varit föremål för en hel del debatt och skrivelser utanför Riksbanken den senaste tiden. Det är givetvis en viktig variabel att följa och det gäller att penningpolitiken bedrivs på ett sådant sätt att inflationsförväntningarna på lång sikt inte hamnar tydligt under eller över inflationsmålet. Enkelt uttryckt, ju mindre dessa förväntningar varierar runt målet, desto bättre.

Med tanke på att somliga nu gjort en större poäng av att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna föll i Prosperas senaste mätning, menade Jansson att det finns skäl att påpeka att den övergripande bilden faktiskt är att förväntningarna är mycket väl förankrade kring målet.

För det första föll förväntningarna bara för två av fem grupper, sett till medelvärden. För arbetstagarorganisationer steg till och med förväntningarna något, från 1,8 procent till 1,9 procent. Detta är faktiskt lite intressant med tanke på att LO ofta hamnar högt i utvärderingar av träffsäkerheten för inflationsprognoser.³

För det andra, sett till medelvärden och samtliga grupper föll visserligen förväntningarna från 1,9 procent till 1,8 procent. Men tittar man lite närmare på siffrorna upptäcker man att i stort sett hela skillnaden beror på avrundningseffekter. I den föregående mätningen under andra kvartalet uppgick det mer exakta värdet till 1,862 procent. I den nya mätningen är motsvarande siffra 1,844 procent. Med andra ord uppgår den mer exakta nedgången till 0,018 procentenheter. Att göra en stor poäng av detta är enligt Jansson att "göra en höna av en fjäder".

För det tredje var medianen för samtliga grupper utom inköpscheferna i tillverkningsindustrin exakt 2,0 procent.⁴ Och dessa mätresultat för medianen i respektive grupp var oförändrade jämfört med den förra mätningen under andra kvartalet.

Janssons slutsats av allt detta var att man nog måste vara väldigt pessimistisk om man just nu hittar tecken på trovärdighetsproblem i de uppmätta långsiktiga inflationsförväntningarna. Han betonade att han på intet sätt vill förringa de långsiktiga

³ Se Michael Andersson och Stefan Palmqvist (2013), "Riksbankens prognoser står sig väl", Ekonomiska kommentarer, nr 3, Sveriges riksbank.

⁴ Yash P. Mehra (2002), "Survey Measures of Expected Inflation: Revisiting the Issues of Predictive Content and Rationality", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Volume 88/3, argumenterar för att medianen mäter inflationsförväntningar på ett bättre sätt än medelvärdet i en studie av inflationsförväntningar för hushåll.

inflationförväntningarnas betydelse utan att anledningen till att han tar upp frågan just är att han anser att de är mycket betydelsefulla. Men det är viktigt att det förs en nyanserad och faktainriktad debatt.

Den som "söker med ljus och lykta" skulle dock möjligen kunna hävda att den månatliga Prospera-undersökningen visar vissa tecken på långsiktigt fallande inflationförväntningar. Där föll nämligen penningmarknadsaktörernas förväntningar från 2,0 procent i november till 1,8 procent i december. Men även här, fortsatte Jansson, nyanseras bilden en del vid en närmare granskning av siffrorna. Sett över perioden juli-december framstår novembersiffran i lika stor utsträckning som relativt hög, som decembersiffran som relativt låg. Jämfört med snittet av den långsiktigt förväntade inflationen under perioden juli-november begränsas nedgången i december till 0,098 procentenheter. Det är knappast heller en nedgång som signalerar allvarliga trovärdighetsproblem. Och precis som för kvartalsundersökningarna är medianvärdet för den långsiktigt förväntade inflationen i månadsundersökningarna genomgående exakt 2,0 procent, avslutade Jansson.

Riksbankschef **Stefan Ingves** uppmärksammade att lågräntemiljön efter den finansiella krisen väcker flera svåra frågor. Dit hör frågan om hur företagens kapitalallokering påverkas av en lång period med låga räntor. Hur påverkas innovationskraften när finansieringen är billig? Ökar risken för felinvesteringar i en lågräntemiljö? Uteblir strukturomvandlingen? Hur inkludera finansiella obalanser i analysen? Det är frågor som har diskuterats mycket i andra länder, exempelvis Japan och Storbritannien, och kan behöva aktualiseras i Sverige.

Till detta ska läggas att det nu förefaller betydligt svårare att använda modeller och data än före den finansiella krisen. Hur påverkas potentiell BNP-tillväxt och produktionsgap om det tar tid att flytta resurser från gamla till nya sektorer? Var ligger den neutrala reala reporäntan efter krisen? Rör sig ekonomin mot nya jämvikter?

Avslutningsvis konstaterade Ingves att dessa är några av de viktiga frågor som det finns anledning att arbeta mer med framöver.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Vid mötet konstaterades att direktionen är enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i den penningpolitiska uppföljningen.

Konjunkturutvecklingen i både Sverige och omvärlden har sedan en tid varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser. Däremot har inflationen blivit lägre än förväntat. Under nästa år förbättras svensk ekonomi mer påtagligt. BNP väntas ta fart och under den senare delen av 2014 faller arbetslösheten i en snabbare takt. Trots den ekonomiska återhämtningen bedöms inflationstrycket bli betydligt lägre under det närmaste året jämfört med bedömningen i oktober. Bakom bedömningen om ett lägre inflationstryck ligger bland annat att ökningen i tjänstepriser avtagit under den senaste tiden och att det

är en bred nedgång i dessa priser. Med en mer expansiv penningpolitik och stigande resursutnyttjande bedöms KPIF-inflationen öka till 2 procent under 2015. Skuldsättningen bland svenska hushåll fortsätter att vara hög, vilket gör ekonomin sårbar för störningar.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket var samtliga ledamöter överens om att det var lämpligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och justera ned reporäntebanan. Reporäntebanan innebär en något större sannolikhet för ytterligare en sänkning än en höjning i februari nästa år, men det mest troliga är att reporäntan ligger kvar på 0,75 procent till början av 2015 innan den långsamt börjar höjas. Penningpolitiken bidrar på så sätt till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent. Mot slutet av 2016 bedöms reporäntan uppgå till 2,6 procent.

På mötet diskuterades bland annat riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Behovet av att implementera makrotillsynsåtgärder betonades, liksom vikten av att flera politikområden hjälps åt för att minska dessa risker. Dessutom diskuterades sambanden mellan Sveriges och omvärldens inflation, möjliga orsaker till den låga ökningstakten i tjänstepriserna, hur utformningen av penningpolitiken i omvärlden påverkar förutsättningarna för den svenska penningpolitiken samt hur inflationsförväntningarna utvecklas i Sverige.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen tisdagen den 17 december 2013 kl. 9.30,
- att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 18 december 2013,
- att tisdagen den 17 december 2013 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 8 januari 2014 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

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