



Penningpolitiskt protokoll

APRIL 2014

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 8 april beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på 0,75 procent och att justera ned reporäntebanan.

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

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden fortsätter att förbättras, väl i linje med Riksbankens tidigare bedömningar. I Sverige var BNP-tillväxten oväntat hög fjärde kvartalet i fjol. Det var delvis ett resultat av tillfälliga faktorer men den breda uppgången i efterfrågan tyder på att konjunkturuppgången har inletts. Utsikterna för svensk ekonomi är fortsatt ljusa och en tydlig förbättring av arbetsmarknadsläget väntas under andra halvåret i år.

Konjunkturen stärks och hushållens skulder som andel av disponibel inkomst bedöms öka mer än i föregående prognos. Inflationen har blivit något lägre än väntat, men revideringen av inflationsprognosen är ganska liten. KPIF-inflationen bedöms stiga mot slutet av året och vara nära 2 procent under senare delen av 2015.

Mot bakgrund av att konjunkturen stärkts och revideringarna av inflationsbedömningen är små bedömde en majoritet av fyra ledamöter att det var lämpligt att lämna reporäntan oförändrad på dagens låga nivå på 0,75 procent. De bedömde också att det är lämpligt att höja reporäntan först om ungefär ett år, när inflationen tagit fart.

Givet den låga inflationen ansåg en majoritet av direktionen att det var lämpligt att justera ned reporäntebanan så att den avspeglar en större sannolikhet för en räntesänkning i närtid jämfört med bedömningen i februari.

Två ledamöter förespråkade en sänkning av reporäntan till 0,50 procent då inflationen under en tid blivit lägre än väntat och för att säkerställa att inflationen stiger mot inflationsmålet. Båda förespråkade en första reporäntehöjning ungefär i linje med utkastet till penningpolitisk uppföljning, men de hade lite olika syn på reporäntebanan därefter. Den ena ledamoten bedömde det lämpligt att reporäntan i slutet av prognoshorizonten sammanfaller med den i utkastet till penningpolitisk uppföljning, medan den andra föredrog en lägre reporäntebana.

På mötet diskuterades den låga inflationen och några ledamöter poängterade att nu även små revideringar av inflationsprognosen kunde påverka deras syn på penningpolitiken. Diskussionen berörde också reporäntebanan på lite sikt, den långsiktiga nivån för reporäntan samt växelkursens betydelse för inflationsutvecklingen. Behovet av att implementera makrotillsynsåtgärder betonades, liksom andra åtgärder som påverkar hushållens efterfrågan på lån och bostadsmarknadens funktionssätt. Det fördes också en diskussion om i vilken utsträckning hushållens skulder bör påverka penningpolitiken. Dessutom diskuterades globala risker för den ekonomiska utvecklingen och eventuella konsekvenser för utvecklingen i Sverige.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2014-04-08
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
- Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Christoffer Grände (§ 1)
Kerstin Hallsten
Ann-Christine Högberg
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Bengt Pettersson
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1)
Kasper Roszbach
Henrik Siverbo
Maria Sjödin
Ulf Söderström
David Vestin
Anders Vredin
Fredrik Wallin (§ 1)

Det antecknades att Bengt Pettersson och Henrik Siverbo skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 3 och 4.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Fredrik Wallin från avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har utvecklingen präglats av konflikten mellan Ryssland och Ukraina och en viss osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i Kina. I huvudsak har dock marknadsutvecklingen varit positiv. Statsobligationsräntor har sjunkit, bland annat på grund av oväntat expansiva penningpolitiska signaler från den europeiska centralbanken (ECB). Riskfyllda tillgångar har gynnats, långa räntor i Portugal och Grekland har sjunkit och börsen har stigit. Den svenska kronan har försvagats något i handelsviktade termer sedan det penningpolitiska mötet i februari. Analytiker tror att reporäntan lämnas oförändrad vid dagens penningpolitiska möte, även om någon tror på en sänkning. Förväntningarna enligt marknadsprissättningen är att reporäntebanan revideras ned.

Marianne Nessén, chef för 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 25, 26 och den 28 mars. På ett möte med direktionen den 2 april bordlades utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har varit ungefär i linje med de prognoser Riksbanken gjorde i samband med föregående penningpolitiska beslut i februari. Ny statistik sedan februarimötet stödjer bilden av en fortsatt gradvis återhämtning i den globala ekonomin. För USA och för länderna i det handelsviktade så kallade KIX-indexet väntas BNP växa med knappt 3 procent per år i slutet av prognoshorisonten, medan BNP i euroområdet väntas växa med knappt 2 procent.

I Sverige steg BNP det fjärde kvartalet förra året med 1,7 procent jämfört med det tredje kvartalet. Det var en bred uppgång i efterfrågan även om både lager och försvarsutgifter sannolikt bidrog tillfälligt till den höga BNP-tillväxten. I prognosen för det första kvartalet i år väntas därför en viss rekyl nedåt och en BNP-tillväxt på 0,2 procent. Därefter väntas BNP åter växa snabbare än normalt. Prognosen för de närmaste åren är något nedreviderad då disponibla inkomster väntas utvecklas svagare än tidigare prognos. Revideringen är dock ganska liten.

Inflationen är fortsatt låg. Utfallen för KPI och KPIF under januari och februari har varit något lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Utfallen för KPIF exklusive energi var dock i linje med prognosen i februari. Men tjänstepriserna fortsätter att utvecklas svagt och det har inneburit att prognosen för KPIF är något nedreviderad för de allra närmaste månaderna. Den starka produktivitetstillväxten under det fjärde kvartalet bedöms ge ett tillfälligt lägre kostnadstryck som är konsistent med lite lägre inflation i närtid. Framöver stiger kostnadstrycket när konjunkturen i omvärlden och i Sverige fortsätter att förbättras. Företagens möjligheter att skicka vidare

kostnadsökningar till konsumentled ökar då och inflationen väntas därmed stiga. Det ökade resursutnyttjandet bidrar till att inflationen, mätt som KPIF, därmed ökar och är nära 2 procent mot slutet av 2015. Arbetsmarknaden har utvecklats något svagare än prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari, men indikatorer pekar på att företagen ser allt ljusare på framtiden. Antalet varsel har fortsatt att minska och företagens anställningsplaner är enligt Konjunkturinstitutets (KI) konjunkturbarometer högre än normalt. Arbetsmarknaden förväntas stärkas framöver och lönerna stiga snabbare. Arbetslösheten väntas sjunka till omkring 6,5 procent i slutet av prognoshorisonten.

Prognosen för hushållens skulder som andel av disponibla inkomster har reviderats upp främst på grund av nedrevideringen av prognosen för disponibla inkomster.

Mot bakgrund av det låga inflationstrycket behöver penningpolitiken, enligt utkastet till penningpolitisk uppföljning, vara fortsatt expansiv för att KPIF-inflationen ska stiga till 2 procent. Reporäntan bedöms ligga kvar på 0,75 procent i ungefär ett år och därefter förutses reporäntan att börja höjas långsamt. Då har inflationen tagit fart och återhämtningen står på fastare mark. Det råder dock en osäkerhet kring hur snabbt inflationen kommer att stiga, speciellt med tanke på att utfallen under senare tid blivit lägre än väntat. Prognosen för reporäntebanan är därför något lägre, och avspeglar en större sannolikhet för en reporäntesänkning i närtid, jämfört med bedömningen i februari.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att påpeka att hon ställde sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen och den penningpolitik som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har inkommande data bekräftat en konjunkturåterhämtning i linje med Riksbankens dåvarande prognos. När det gäller Sveriges konjunkturförlopp har data sammantaget sedan årets början kommit in i nivå med eller starkare än de bedömningar som ett genomsnitt av vad andra prognosmakare gjort.

Det fjärde kvartalets BNP-utfall förra året var överraskande starkt, men svårtolkat. Det var delvis drivet av sannolikt tillfälliga faktorer som försvarsinköp och lageruppbyggnad. En osäkerhetsfaktor är att BNP mätt från produktionssidan inte var lika stark som den som är mätt från användarsidan och att diskrepansen i datakällorna denna gång var den högsta på många år. Denna gång valde SCB att luta sig mot användarsidans datakällor, vilket Skingsley också menade är rimligt, givet att användarsidan tenderar att vara mer pålitlig i ekonomins uppgångsfaser. Hon ansåg likväl att det är sannolikt att den underliggande kraften i återhämtningen inte är fullt så stark som data gör gällande vid första anblick.

Produktivitetstillväxten var stark, då produktionen steg mer än antalet arbetade timmar. Det skulle kunna indikera att kostnadstrycket har dämpats och att svårigheterna för Riksbanken att uppnå inflationsmålet ökat. Skingsley menade dock att volatiliteten i denna typ av data gör att man ännu inte kan dra så långtgående slutsatser.

Trots att bilden om en gradvis återhämtning i ekonomin står sig fortsätter inflationen att vara låg och har varit överraskande låg sedan det penningpolitiska mötet i februari. KPIF-inflationen exklusive energi har emellertid utvecklats som väntat, på någon tiondel när.

Prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning innebär att inflationsbedömningen, exklusive energipriser, i stort sett är oförändrad jämfört med prognosen i februari. Den nedrevidering av prognosen som gjorts handlar om en ny bedömning för elpriser, en faktor som kan variera mycket från månad till månad.

Den långsammare ökningstakten i tjänstepriserna är något som tidigare diskuterats i direktionen. Prisagerandet inom denna sektor är svårbedömt särskilt som det innehåller allt från trögrörliga priser som bostadshyror till mer volatila resepriser med starka säsongsmönster.

Skingsley påtalade dock att enkätbaserad information tyder på att tjänsteföretagens prisplaner har bottnat och att de under årets början vänt upp för första gången sedan 2011. Det visar tjänsteföretagens organisation Almega i sin senaste så kallade tjänsteindikator. Dessa tjänsteföretag är visserligen till stor del verksamma i producentleden, men det brukar slå igenom i konsumentpriserna efter hand.

Sammantaget befinner sig inflationen på låg nivå och den höjda sannolikheten för en sänkning som indikeras av reporäntebanan är enligt Skingsley nödvändig för att markera en högre sannolikhet för penningpolitiken att agera framöver. Däremot menade hon att revideringarna i inflationsprognosen inte är tillräckligt stora eller att de nya indikatorerna för kostnadsutvecklingen är tillräckligt övertygande för att hon på det penningpolitiska mötet skulle rösta för en räntesänkning.

Prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen innehåller vidare en reviderad prognos för hushållens skulder som andel av disponibel inkomst. Kvoten stiger enligt den nya prognosen nu något snabbare än tidigare prognostiserat. Kombinationen av en växande skuldkvot och ett stort banksystem med hög grad av marknadsberoende förblir en risk för Riksbanken och andra myndigheter som medverkar i den ekonomiska politiken.

Skingsley underströk, liksom vid tidigare tillfällen, vikten av att arbeta med gradvisa åtgärder för att undvika de risker som uppstått. Att säkerställa höga nivåer av kapital och motståndskraftig likviditetsförsörjning i bankerna är en viktig ingrediens, men till detta anser hon att gradvisa åtgärder också behövs för att minska riskerna att hushåll försätts i en oönskad balansräkningsanpassning. Hon noterade att Bankföreningens VD uttalat att

bostadspriser och hushållens skuldsättning har ökat på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Bankföreningens initiativ att sänka sin amorteringsrekommendation från 75 till 70 procents belåningsgrad är ett välkommet steg. Beroende på effekterna är det möjligt att en ytterligare sänkning är önskvärd framöver, men det är i dag enligt henne för tidigt att säga.

Skingsley sammanfattade sedan sin syn på de penningpolitiska förutsättningarna. Under förutsättning att successiva åtgärder vidtas för att stärka motståndskraften i både hushåll och banker krävdes det för henne endast måttliga nedrevideringar i inflationsbedömningen för att hon framöver ska stödja en ökad penningpolitisk stimulans.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar bedömningen av utvecklingen i omvärlden och i Sverige som görs i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Hon stödjer förslaget att ligga kvar med reporäntan på 0,75 procent för att stimulera svensk ekonomi och för att föra inflationen mätt med KPIF tillbaka till 2 procent.

Hon stödjer också förslaget till ändrad reporäntebana. Den låga inflationen motiverar att öka sannolikheten något för en ytterligare reporäntesänkning i år och att skjuta fram prognostidpunkten för den första höjningen till andra kvartalet 2015.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har i stora drag utvecklats i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Sammanvägd är också tillväxtprognosen för omvärldens BNP i de länder som har störst betydelse för svensk ekonomi (KIX-vägd) i det närmaste oförändrad. Bedömningen bygger på en fortsatt återhämtning med god tillväxt i USA och en fortsatt återhämtning i euroområdet som går relativt långsamt till följd av de anpassningsbehov som ännu återstår.

Återhämtningen i omvärlden bidrar till att efterfrågan på svenska varor successivt bör öka och BNP-tillväxten därmed stiga i Sverige.

Bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppföljning är också att osäkerheten av vad som kommer att ske till följd av konflikten mellan Ryssland och Ukraina inte smittar av sig på de finansiella marknaderna och bromsar den europeiska återhämtningen. Riksbanken måste dock fortsätta analysera och bedöma effekter på den globala ekonomiska utvecklingen av till exempel sanktioner och eventuellt stigande energipriser.

När det gäller utvecklingen i Sverige noterades en oväntad hög tillväxt i BNP under fjärde kvartalet förra året. Sannolikheten är dock stor att det sker en kortsiktig rekyl med en inbromsning av BNP-tillväxten under första kvartalet 2014. Men därefter pekar det mesta, enligt af Jochnick, på att BNP åter kommer att öka snabbare än normalt.

De senaste siffrorna för inköpschefsindex för industrin i mars är ett exempel på att en starkare aktivitetsnivå är på väg. Index för såväl orderingång som sysselsättning stärktes.

Den bild som tecknar sig är alltså en konjunkturuppgång med successivt starkare efterfrågan, stigande tillväxt och lägre arbetslöshet.

Hushållens konsumtion utvecklas starkt vilket bygger på en god inkomstutveckling och en allt ljusare framtidstro. Samtidigt utvecklas bostadsmarknaden, framförallt i större städer, allt starkare. Priserna på framförallt bostadsrätter stiger oroväckande snabbt. Ledtiderna vid försäljning av bostäder har blivit kortare. Bostadsutlåningen ökar nu i årstakt med runt 5 procent. Man kan nog förvänta sig att utlåningstakten ökar under 2014 eftersom de ekonomiska förutsättningarna för hushållen blir allt bättre.

Trots den allt starkare realekonomiska utvecklingen har inflationen varit fortsatt låg och rentav litet lägre än väntat. En förklaring till den låga inflationen bedöms vara att företagen har haft svårt att föra över sina kostnadsökningar på konsumenterna, som vi sett också under förra året. Utfallet för januari och februari innebar oväntat låga prisökningar på framförallt tjänster. Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i februari har prognosen för prisökningstakten på el reviderats ned för de närmaste månaderna. Inflationsutvecklingen i början av året stärker ytterligare behovet av att se över relationen mellan inflationen och olika makroekonomiska variabler, den så kallade inflationsbenägenheten, och vilket genomslag reporäntan har.

af Jochnick menade, vilket hon påtalat vid tidigare penningpolitiska möten, att det är viktigt att Riksbanken fördjupar sin analys ytterligare för att bättre förstå skälen till den låga inflationen och varför svenska företag har fortsatt svårt att låta kostnadsökningar slå igenom i form av ökade priser. Utvecklingen så här långt är relativt väl i linje med vad företag uppgav i Riksbankens företagsundersökning i början av året. Huvuddelen av företagen uppgav att de var inriktade på att mycket små prishöjningar kommer under första halvåret 2014 vilket motiverades av osäkerhet om styrkan i återhämtningen i ekonomin.

af Jochnicks förhoppning är att Riksbanken inför nästa reporäntebeslut i juli har en bredare analys av inflationsutvecklingen. Dels har det då kommit in lite mer data som underlag för bedömning av inflationsprognosen, dels har det blivit tydligare hur företagen tänker när det gäller hur kostnadsökningar framöver kommer att slå igenom i form av prishöjningar.

af Jochnick menade att mot bakgrund av att tillväxten nu verkar få fäste är det hennes bedömning att reporäntan inte bör ändras vid det penningpolitiska mötet. Den globala utvecklingen ser allt bättre ut och svensk ekonomi utvecklas allt starkare.

Inflationen förväntas i prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning att förbli låg ännu ett tag. Hon menade att det är rimligt att anta att företagets möjligheter att

överföra sina kostnadsökningar i högre priser kommer att öka när efterfrågan successivt ökar. Samtidigt så finns det enligt henne företeelser i inflationsutvecklingen som gör att hon måste uttrycka viss oro.

Utvecklingen av tjänstepriserna behöver Riksbanken förstå bättre. Det interna utredningsarbetet både vad gäller tjänstepriserna och den fördjupade analysen av företagets beteende vad gäller prishöjningar är av vital betydelse för kommande penningpolitiska diskussioner.

Vad gäller utvecklingen av hushållens skuldsättning så kvarstår behovet av åtgärder som direktionen diskuterat tidigare. af Jochnick pekade särskilt på den rapport som EU-kommissionen publicerade i mars.¹ Det var den andra rapporten om makroekonomiska obalanser i Sverige. Rapporten visar att hushållens skuldsättning fortsätter att utgöra en makroekonomisk risk som penningpolitiken inte lyckats hantera.

EU-kommissionen noterar att en del åtgärder har vidtagits av svenska myndigheter men att det är viktigt att gå vidare. Det är en uppenbar risk för vad vi kallar "inaction bias", många ser problemen men ingen gör något förrän det är för sent. Kommissionen pekar också på risken att det blir svårare att genomföra lämpliga åtgärder ju större obalanserna blir. Sverige har redan nått en nivå där det är viktigt att inte åtgärder vidtas som får så genomgripande och omedelbara effekter att den makroekonomiska utvecklingen påverkas alltför negativt.

Åtgärder bör vara väl annonserade och genomföras stegvis och under en längre tid. Det handlar bland annat om åtgärder för att begränsa skulduppbyggnaden i hushållssektorn, reducera ränteavdragen, se över fastighetsskatten, hyresregleringen samt de regelverk som hämmar bostadsbyggandet.

Som af Jochnick nämnt tidigare är det fortsatt viktigt att Riksbanken, regeringen, Finansinspektionen och bankerna har ett brett perspektiv vad gäller åtgärder för att begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning. Vissa åtgärder är vidtagna men hennes bedömning är att det inte är tillräckligt.

Utöver höjda riskvikter på bolån måste det till en bättre balans mellan utbud och efterfrågan på bostäder. Det handlar om bättre effektivitet på bostadsmarknaden och det handlar om att skapa sunda incitament vad gäller skatter och kreditvillkor som EU-kommissionen har påpekat.

En tydlig färdplan för att komma till rätta med hushållens skuldsättning vore önskvärt. Det skulle också skapa bättre förutsättningar för Riksbanken att bedriva en penningpolitik med ett tydligare fokus på prisstabilitet och normalt resursutnyttjande.

¹ Macroeconomic imbalances Sweden 2014, Occasional papers 186, March 2014, European Commission.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon delar bilden av konjunkturutsikterna i utkastet till penningpolitisk uppföljning, som inte har ändrats särskilt mycket sedan den penningpolitiska rapporten i februari, trots att en del av den information som kommit sedan dess har varit överraskande.

Inflationen har kommit in ännu lägre än vad som låg i prognosen i februari, men det är i första hand på grund av lägre energipriser och behöver inte nödvändigtvis leda till en reviderad syn på det underliggande inflationstrycket. Att tjänsteprisinflationen fortsatte att förvåna på nedsidan är dock lite oroande, menade Ekholm. Det motverkades av att varuprisinflationen var något högre än väntat, men eftersom den inhemska kostnadskomponenten kan väntas vara större i tjänstepriserna är de låga tjänstepriserna något som kan tyda på ett lägre kostnadstryck än vad som prognosticerades i februari.

BNP-siffran för det sista kvartalet förra året överraskade stort på uppsidan, vilket är positivt och tyder på att den återhämtning som förväntades i februari har kommit igång. Samtidigt har utvecklingen på arbetsmarknaden varit svagare än väntat, med lägre arbetade timmar än vad som prognostiserades i februari och också högre arbetslöshet. Den förhållandevis stora uppgången i BNP verkar inte ha varit förknippad med ökat resursutnyttjande och därmed inte med ökat inflationstryck. Sammantaget tyder den information som vi fått sedan det penningpolitiska mötet i februari på ett lägre kostnadstryck än vi räknade med då.

Så även om konjunkturutsikterna inte ändrats så mycket så kan det finnas anledning att ändå revidera den penningpolitiska bedömningen, menade Ekholm. Om kostnadstrycket är lägre än prognosen i februari kan det behövas mer penningpolitisk stimulans för att få upp inflationen till 2 procent inom rimlig tid.

Att växelkursen försvagats något under den allra senaste tiden är visserligen en faktor som i sig hjälper inflationen att komma upp mot inflationsmålet. Men den försvagningen, vilken framför allt skedde i samband med att KI:s konjunkturbarometer för mars visade sig vara lägre än i februari, hänger troligtvis samman med förväntningar på en mer expansiv penningpolitik. Växelkursen kan mycket väl stärkas igen om förväntningarna skiftar mot en stramare penningpolitik. Dessutom har inflationen blivit ännu lägre i euroområdet, så en viss försvagning av kronan gentemot euron motverkar bara det nedåttryck på inflationen som kommer av lägre inflation i euroområdet.

Sammantaget menade Ekholm därför att argumenten för en räntesänkning blivit starkare sedan det penningpolitiska mötet i februari. I februari menade hon att det som talade emot en reporäntesänkning var att en tydlig konjunkturåterhämtning väntades och det vore dålig timing med en räntesänkning i en konjunkturuppgång. Det argumentet är ännu mer giltigt idag eftersom den starka BNP-tillväxten i slutet av förra året tyder på att vi verkligen är inne i en uppgångsfas. Men mot det måste ställas den ökade risken att den låga inflationen biter sig fast och att vi hamnar i ett läge där negativa störningar leder till

regelrätt deflation. För Ekholm väger det senare tyngre och hon anser därför att det nu är motiverat att sänka räntan till 0,5 procent.

Det är också värt att notera att prognosen för inflationen i utkastet till penningpolitisk uppföljning ligger högre än andra prognosmakares efter något år. I KI:s prognos ligger till exempel KPIF-inflationen strax över 1,5 procent 2016 trots att de räknar med en lägre reporänta än den föreslagna reporäntebanan. Prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning ligger nära 2 procent. Inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning framstår alltså som mer optimistisk än andra prognosmakares. Den föreslagna räntebanan tål knappast en syn på inflationen som är mer i linje med andra prognosmakare. Med en syn mer i linje med andra prognosmakare blir räntebanan för hög och penningpolitiken för stram för att inflationen ska kunna komma upp till 2 procent under prognoshorisonten.

En sådan reporäntebana framstår, enligt Ekholm, inte som särskilt robust. Den tål inga överraskningar på nedåtsidan samtidigt som överraskningar på uppåtsidan förmodligen bara gör reporäntebanan mer rimlig. Kommer det överraskningar på nedåtsidan behöver reporäntebanan nästan oundvikligen revideras i expansiv riktning eftersom den annars förmodligen inte är konsistent med att inflationen kommer upp till 2 procent under prognoshorisonten. Kommer det överraskningar på uppåtsidan, så att inflationen tycks stiga snabbare än i liggande prognos, finns det å andra sidan inga uppenbara skäl att revidera räntebanan. Ur denna synvinkel är räntebanan knappast väntevärdesriktig. Som princip menade Ekholm att man bör undvika att prognosticera reporäntebanor som inte tål några överraskningar åt ett håll, det vill säga på antingen på upp- eller nedsidan. Sådana reporäntebanor inbjuder till spekulation om att de kommer behöva revideras längre fram.

Den tolkning som hon tror kommer att göras med en reporäntebana som den som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning är att 0,75 procent är ett nytt golv för reporäntan. Det kan sedan komma att påverka marknadsräntor och växelkurs så att det blir svårare och svårare att inte bryta igenom det golvet. Som penningpolitisk strategi anser Ekholm att det är bättre att prognosticera en reporäntebana som tål en del överraskningar åt båda hållen. Att lägga in större och större sannolikheter för att reporäntan ska sänkas framöver menade hon bara bidrar till uppfattningen att nuvarande räntenivå utgör ett golv för beslutsfattarna. Tror man att det med hög sannolikhet kommer att behövas en ännu lägre reporänta än idag är det lika bra att sänka den med en gång. Att vänta tills juli innebär bara att reporäntesänkningen kommer ännu längre in i konjunkturåterhämtningen och därmed med ännu sämre timing än om sänkningen skulle göras idag.

Ekholm förespråkade därför en sänkning av reporäntan till 0,5 procent. Hon förespråkade en reporäntebana som följer ungefär samma förlopp som den som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning, det vill säga där första höjningen kommer en bit in i 2015

och där reporäntan sedan successivt höjs. Hon ansåg dock inte att det är realistiskt att vänta sig en reporänta på 2,7 procent i början av 2017 när utländska styrräntor väntas vara betydligt lägre. Hon bedömer det vara mer realistiskt med en bana som slutar ungefär en halv procentenhet lägre, det vill säga någonstans vid 2,2 procent. Det skulle innebära att den positiva ränteskillnad gentemot omvärlden som finns idag inte ökar fullt lika mycket som den antas göra i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att inflationen fortsätter att vara låg. I februari var KPIF-inflationen 0,4 procent. Sedan den penningpolitiska rapporten har det publicerats två nya inflationsutfall, som båda låg under prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Efter ett relativt stort prognosfel för januari, nästan 0,3 procentenheter, halverades felet för februari och uppgick till drygt 0,1 procentenheter. Prognosfelet var i första hand relaterat till energiprisutvecklingen, vilket illustreras av att inflationen exklusive energipriser i stort sett blev som väntat. Bedömningen i föreliggande utkast till penningpolitisk uppföljning är att inflationen kommer att vara något mer dämpad, främst på kort sikt, än vad som antogs i den penningpolitiska rapporten i februari. På lite längre sikt är prognosen marginellt nedreviderad och justeringarna har i detta tidsperspektiv mest att göra med ett nytt antagande för energiprisutvecklingen.

Beslutet den här gången hade för Jansson i hög grad handlat om huruvida revideringarna av inflationsprognosen är tillräckliga för att motivera en omedelbar reporäntesänkning. Efter mycket om och men hade han landat i att de inte är det. Därmed ställde han sig också bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Det viktigaste skälet till hans ställningstagande vad gäller räntebeslutet är att förändringarna i inflationsbedömningen är små och framförallt gäller utvecklingen i närtid. Prognosjusteringarna lite längre fram i tiden har att göra med att energiprisutvecklingen, som generellt sett är mycket volatil och svårbedömd, nu ser ut att bli lite mer dämpad. Synen på det mer underliggande inflationstrycket har därmed inte förändrats, konstaterade Jansson.

Jansson fortsatte med att säga att det inte heller helt går att blunda för att den svenska konjunkturen nu tagit fart ganska rejält. BNP-tillväxten för det fjärde kvartalet, som uppgick till över 7 procent i uppräknad årstakt och därmed var en av de snabbaste i hela EU, visar på en bred uppgång i efterfrågan, även då vissa faktorer av mer tillfällig karaktär rensats bort. Till bilden hör också att utvecklingen på bostadsmarknaden och av hushållens skulder fortsätter att vara bekymmersam. Risken finns att den allt starkare prisutvecklingen på nytt får kreditgivningen att skena, i synnerhet eftersom hushållens förväntningar på bostadspriserna framöver är påtagligt optimistiska. Detta har också bidragit till att Riksbanken nu i viss utsträckning har reviderat upp sin prognos för hushållens skuldkvot de närmaste åren.

I ett normalläge hade, enligt Jansson, de förändringar som inträffat sedan det förra penningpolitiska mötet nog inte aktualiserat något behov av att på allvar diskutera en räntesänkning. Men han underströk att läget nu inte var normalt. Inflationen har varit klart under 2 procent under en ganska lång tid och målavvikelsen har sedan i höstas snarare förvärrats än förbättrats. Det här utgångsläget gör att även små nedjusteringar i inflationsbedömningen i närtid skapar ett behov av att överväga räntesänkningar. Och för egen del menade han att det här beslutstillfället inneburit att han kommit så nära en räntesänkning man bara kan utan att rösta för den. Ett annat sätt att uttrycka detta, sa Jansson, är att hans egen tolerans för ytterligare nedrevideringar av inflationsutsikterna i närtid nu har nått sin undre gräns. Det här synsättet kommer också till uttryck i reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning, som nu innehåller en betydande sannolikhet för en räntesänkning på kort sikt.

När det gäller tidpunkten då det kan vara lämpligt att försiktigt börja höja reporäntan höll Jansson fast vid sin tidigare syn att han inte kommer att rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent. Han betonade också att han på samma sätt håller fast vid sitt tidigare uttalande att han kan tänka sig att rösta för en oförändrad reporänta på dagens låga nivå även med en KPIF-inflation en bra bit högre än 1,5 procent, förutsatt att ytterligare framsteg görs för att hantera riskerna med hushållens skulder. Hans förhoppning är att dessa framåtblickande handlingsregler ska tydliggöra hans bestämda ambition att återföra inflationen till inflationsmålet.

Som Jansson konstaterat vid flera tillfällen tidigare och som också betonas i utkastet till penningpolitisk uppföljning läggs nu ett allt större ansvar på andra politikområden när det gäller att hantera riskerna med hushållens höga och växande skulder. En faktor som måste beaktas i sammanhaget är att Riksbankens behov av att i större utsträckning prioritera kortsiktiga stimulanser i sig leder till en ökad skuldsättning bland hushållen. Och det gäller att vara särskilt uppmärksam på hur det för stunden mycket låga ränteläget påverkar hushållens mer långsiktiga ränteförväntningar.²

Men det är inte bara förändringar i penningpolitiken som leder till ett ökat behov av åtgärder inom andra politikområden. Som han redan hade varit inne på förbättras nu det ekonomiska läget tydligt och bostadspriserna ökar i en allt snabbare takt. Sådana förändringar brukar föra med sig att kreditgivningen tar fart. Det gäller att sätta in åtgärder innan detta sker, så att man inte hamnar på efterkälken. Mot den här bakgrunden är det av stor betydelse att det nya stabilitetsrådet och Finansinspektionen skyndsamt konkretiserar vilka ytterligare åtgärder som kan genomföras för att dämpa riskerna med hushållens skulder. Konkretiseringen bör självklart omfatta åtgärder för 2014 men perspektivet bör vara flerårigt och även avse en mer långsiktig plan.

² Se fördjupningsrutan "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning", Penningpolitisk rapport februari 2014, för en diskussion av hur förändringar av reporäntan kan påverka hushållens skulder.

Beträffande vilka specifika åtgärder som bör sättas in finns flera tänkbara kombinationer. Jansson underströk att han för egen del har valt att hålla en ganska låg profil när det gäller att ha synpunkter på detta. Två aspekter förtjänar dock att betonas. För det första kommer det, så som han såg det, inte att vara tillräckligt att bara genomföra åtgärder som på olika sätt skärper bankernas kapitalkrav. Sådana åtgärder är generellt sett välkomna då de bidrar till att öka det finansiella systemets motståndskraft. Men de har sannolikt en alltför liten och indirekt påverkan när det gäller att dämpa riskerna med hushållens skulder. För att åstadkomma detta krävs istället åtgärder som är mer direkt inriktade på att påverka utbudet av, eller efterfrågan på, krediter.

För det andra menade Jansson att det är fullt möjligt, så som många som är aktiva i debatten hävdar, att det främst är åtgärder inom skatteområdet och byggandet som är det bästa att satsa på. Men om sådana åtgärder av olika skäl nu inte låter sig genomföras – kanske därför att de uppfattas som politiskt alltför kostsamma eller kräver strukturella förändringar som tar lång tid att genomföra – får slutsatsen inte bli att man för stunden inte ska göra någonting alls. Ibland måste man helt enkelt acceptera att det bästa inte går att genomföra och då nöja sig med något som inte är fullt lika bra.

Det väsentliga för svensk del är att nu visa förmåga att fatta beslut så att skuldkvoten bland hushållen inte fortsätter att öka trendmässigt och okontrollerat. Om man inte klarar detta är det egentligen bara en tidsfråga innan en ogynnsam störning utlöser ett behov bland hushållen av att dra ner på sina skulder. Och ju högre skuldkvoten har hunnit bli desto mindre behöver störningen som utlöser den negativa anpassningen vara och desto större hotar den nödvändiga skuldkonsolideringen att bli. Vad en sådan händelseutveckling betyder har vi dessvärre sett i flera länder i samband med finanskrisen, nämligen makroekonomisk instabilitet i form av en mycket djup och långvarig recession.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin som beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han ställde sig också bakom förslaget till att hålla reporäntan oförändrad och den reporäntebana som ligger till grund för prognosen. Han menade att det inte skett några dramatiska förändringar i förhållande till den penningpolitiska rapporten i februari.

Ingves uttryckte vidare att den ekonomiska återhämtningen fortsätter i vår omvärld ungefär som väntat. I utkastet till penningpolitisk uppföljning bedöms att BNP i de länder Sverige handlar mest med (KIX) växer med 2,3 procent i år, 2,7 procent 2015 och 2,8 procent 2016. Det finns osäkerhet i samband med händelserna i Ukraina men den har hittills haft mycket begränsade ekonomiska spridningseffekter och Ingves bedömde att den inte förhindrar den ekonomiska återhämtningen. Samtidigt är bilden inte helt entydig. Om, å ena sidan, ekonomierna i Europa och USA växer i jämn takt, är färdriktningen entydig. Om, å andra sidan, de rör sig i otakt, till exempel därför att

kvantitativa lättnader och ränteutvecklingen går åt olika håll så menade Ingves att det blir svårare att utforma den svenska penningpolitiken. Detta påverkar sannolikt både räntor och växelkursen.

I Sverige bidrog en bred uppgång i efterfrågan till att BNP ökade oväntat mycket under fjärde kvartalet 2013. Exportutsikterna har förbättrats, vilket också exportorderingen vittnar om. Även utsikterna för hushållens konsumtion är ljusa och investeringarna väntas återhämta sig efter den svaga utvecklingen i fjol. Även om prognosen för arbetslösheten har reviderats upp pekar lediga platser och varsel mot en starkare konjunktur.

Sammantaget uttryckte Ingves att han räknar med en förhållandevis stark BNP-tillväxt i Sverige under de närmaste tre åren.

Ingves poängterade vidare att konjunkturen alltså har stärks men att inflationen blivit litet lägre än väntat. Riksbanken har tidigare reviderat ned prognosen för inflationen och bedömt att det tar längre tid för inflationen att stiga. Nu är nedrevideringen mer begränsad. Vid det penningpolitiska mötet i februari noterades att Riksbanken behöver detaljgranska inflationen, särskilt tjänstepriserna, som är en stor del av KPI. Den uppgiften kan underlättas av att mer information kommer i termer av mer utfallsdata.

Den expansiva penningpolitiken och konjunkturförstärkningen talar för att inflationen mätt med KPIF börjar stiga mot slutet av 2014 och bli nära två procent under senare delen av 2015. En gradvis stigande inflation i vår omvärld borde också påverka prisutvecklingen i Sverige och kostnadsökningarna har en längre tid varit högre än prisökningarna i konsumentledet, vilket talar för att priserna borde börja stiga. Skulle det här scenariot inte inträffa menade Ingves att Riksbanken har ett nytt och ganska annorlunda läge att ta ställning till när bilden klarnat längre fram. Han menade att konjunkturförbättringen och de ljusa utsikterna för hushåll och företag bidrar till att Riksbanken nu bör inta ett "vänteläge".

Ingves framhöll att penningpolitiken i dagsläget är kraftigt expansiv. Hushållens skuldkvot är hög och de bör inte stimuleras att ytterligare öka sin upplåning. Bankernas utlåning till företagen ökar måttligt men företagets upplåning på obligationsmarknaden ökar desto mer. Företagens tillgång på pengar utgör inte en begränsande faktor för dem. Om man jämför med euroområdet och tittar på utlåningsökning eller räntor mot slutkund så är de svenska finansiella förhållandena inte på något sätt återhållsamma. Det förefaller inte finnas begränsningar i kreditutbudet, menade Ingves.

Mot bakgrund av detta uttryckte Ingves att han inte såg några starka skäl att sänka reporäntan vid det penningpolitiska mötet. Riksbanken utgår från att den nuvarande räntenivån behålls något längre än vid tidigare bedömning. Det understryker, enligt Ingves, att Riksbanken behöver "vänta och se". Han menade att det naturligtvis är svårbedömt exakt vilket kvartal 2015 som reporäntan kan tänkas börja höjas. Ingves

uttryckte också att han också kan tänka sig andra reporäntebanor än den föreslagna, men att den föreslagna reporäntebanan är god nog och får revideras efter hand längre fram.

Ingves noterade slutligen att till detta bidrar också att Riksbanken ännu inte har någon fullständig bild av de åtgärder som vidtas på andra politikområden för att hantera riskerna med hushållens skuldsättning. EU-kommissionen påpekar i en ny rapport om den svenska ekonomin att skuldsättningen i privat sektor, särskilt hushållens skuldsättning, fortsätter att utgöra en makroekonomisk risk. Kommissionen noterar att en del steg har tagits men att det är viktigt att gå vidare och successivt genomföra reformer som håller tillbaka skulduppbyggnaden.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom den bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som tecknas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han menade dock att reporäntan bör sänkas med 25 räntepunkter till 0,50 procent i dag för att sedan ligga kvar på 0,50 procent under cirka ett år, innan den höjs mot den reporäntebana som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

De ekonomiska utfall och indikatorer som har observerats efter det penningpolitiska mötet i februari har gett blandade signaler. Utvecklingen på arbetsmarknaden har blivit något sämre än förväntat, men BNP steg oväntat snabbt i slutet av förra året, och förhoppningarna att konjunkturen ska ta fart under året är fortsatt goda. Däremot finns fortsatta tecken på att inflationen är och kommer att förbli låg.

När direktionen senast sänkte reporäntan, vid det penningpolitiska mötet i december, uttryckte Flodén att det inte skulle behövas mycket ny negativ information om den framtida inflationsutvecklingen för att han skulle förespråka en ytterligare reporäntesänkning. Sedan mötet i december har KPIF-prognosen reviderats ned med knappt 0,3 procentenheter för 2014 och drygt 0,1 procentenhet för 2015. I ljuset av den lägre inflationsprognosen menade Flodén att penningpolitiken bör reagera med en sänkt reporänta.

Flodén uttryckte vidare att de senaste månadernas inflations- och BNP-siffror har varit spretiga och svårtolkade, men att han inte anser att rätt strategi för att hantera en sådan osäkerhet är att avvakta ytterligare information, åtminstone inte i nuvarande läge. Inflationen har varit klart under inflationsmålets två procent under de senaste tre åren. För att behålla förtroendet för penningpolitiken och inflationsmålet måste Riksbanken försäkra sig om att inflationen nu stiger tillräckligt snabbt mot två procent även om utfallen inte blir helt i linje med prognos. Flodén påminde om att det är tre månader till nästa ordinarie penningpolitiska möte och att han under den tidsperioden hellre ser att Riksbanken råkar ta i onödigt mycket med penningpolitiken än tvärtom.

Han fortsatte med att säga att man kanske kan mena att den senaste tidens nedrevidering av inflationsprognosen är mindre problematisk eftersom den främst

förklaras av att prognosen för energipriserna har reviderats ner. Riksbankens nuvarande prognos för KPIF-inflationen rensad för energipriser under 2014 är nästan oförändrad jämfört med decemberprognosen, och endast marginellt nedreviderad för 2015.

Men Flodén menade att han ser flera invändningar mot sådana tankegångar. För det första är energipriserna en del av de konsumentpriser som ingår i Riksbankens inflationsmål, och dessutom påverkar energipriserna i förlängningen andra konsumentpriser. Eftersom energipriserna är volatila och svåra att prognosticera bör prognoserna för dessa priser rimligen ges mindre betydelse i de penningpolitiska besluten. Men penningpolitiken kan ändå inte helt ignorera förändringar i de medel- och långsiktiga prognoserna för energiprisernas utveckling.

För det andra, och viktigare, är det i hög utsträckning svåra tolkningsfrågor som avgör hur de senaste månadernas ekonomiska utveckling har påverkat bedömningen av det underliggande inflationstrycket. Flodén avsåg då främst tolkningen av den mycket starka BNP- och produktivitetstillväxten det fjärde kvartalet 2013 men även den överraskande låga tjänsteprisinflationen som delvis har motverkats av en överraskande hög varuprisinflation.

Riksbankens tolkning är att BNP-utfallet i hög grad utgörs av en tillfällig uppgång i den uppmätta produktivitetstillväxten. Men i utkastet till penningpolitisk uppföljning nämns att den underliggande inflationen framöver väntas bli lägre än prognosen om vi nu har sett inledningen på en mer utdragen period med snabbare produktivitetstillväxt, ungefär så som i ett av alternativscenarierna i den penningpolitiska rapporten i februari. I det alternativscenariot diskuterades att den högre BNP- och produktivitetstillväxten skulle resultera i en mer expansiv penningpolitik med lägre reporäntor.

Liksom Ekholm noterade Flodén att den medelfristiga inflationsprognosen nu ligger högre än andra prognosmakares. Detta gäller särskilt för prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi. Riksbankens prognos för 2015 är 1,9 procent medan KI:s är 1,4 procent. Han noterade också att KI gjort en annan tolkning än Riksbanken av de senaste månadernas nya information. Deras prognos för KPIF exklusive energi är nedreviderad med ungefär 0,2 procentenheter för såväl 2014 som 2015 jämfört med den prognos de lade i december.

Flodéns sammantagna tolkning av dessa resonemang var att inflationsprognosen har större risker på nedsidan än på uppsidan. Detta ansåg han vara ytterligare ett skäl för att sänka reporäntan idag.

Avslutningsvis kommenterade Flodén reporäntebanan på längre sikt. Han förespråkar en reporäntebana som ligger 25 räntepunkter under reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning under fyra kvartal för att sedan gradvis återgå till reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han noterade att detta medför att den reporäntebana han förespråkar något år framåt i tiden ligger klart över

marknadens förväntningar. Detta såg han som en rimlig prognos för den framtida ränteutvecklingen, men prognoser på så lång sikt är naturligtvis förknippade med stor osäkerhet. Slutligen menade Flodén att det även finns argument för den räntebana Ekholm förespråkar på längre sikt. Avgörande för reporäntans långsiktiga utveckling kommer att vara hur hög en normal realränta är, och hur snabbt Sveriges och omvärldens ekonomier rör sig mot normala nivåer på realräntan. Om benägenheten att spara förblir hög i omvärlden och investeringsviljan förblir låg även efter att resursutnyttjandet har stigit till mer normala nivåer i de utvecklade ekonomierna kommer reporäntan förmodligen inte att behöva höjas i den takt som indikeras av reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde diskussionen med att kommentera två aspekter som Ekholm och Flodén berört i sina inlägg. Den första frågan gäller Ekholms uttalande om att dagens nivå på reporäntan kan uppfattas som ett golv. Jansson konstaterade att flera direktionsmedlemmar varit mycket tydliga med att 0,75 procent inte är ett golv och att de explicit underströk att det nu inte krävs mycket för att det ska väga över i favör för en ny reporäntesänkning. Vidare uttryckte Jansson att han givet detta inte kunde förstå varför någon skulle uppfatta dagens räntenivå som ett golv och att det var särskilt märkligt att frågan togs upp här och nu, givet de inlägg som tidigare gjorts. Han menade att risken med detta är att det bidrar till att göra den penningpolitiska signaleringen onödigt stram.

Den andra frågan är hur man ska se på förhållandet att Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen ligger lite över de bedömningar som andra prognosmakare gör, vilket både Ekholm och Flodén tagit upp. Jansson underströk att detta visserligen förefaller vara generellt sett korrekt, men att det för honom var oklart vilken slutsats man ska dra av det. Han slog fast att Riksbanken i genomsnitt inte gör sämre prognoser för KPIF-inflationen än andra prognosmakare och att det alltså inte nödvändigtvis är så att andra prognoser utgör ett bättre riktmärke än Riksbankens egen prognos.³ Jansson framhöll vidare att analyser av sambandet mellan å ena sidan inflationen och å andra sidan importpriser och arbetskostnader per producerad enhet har visat att inflationen en längre tid varit oväntat låg.⁴ Han menade att det då inte är orimligt att tro att företagen ackumulerat ett relativt stort behov av att höja sina priser framöver, vilket kan tala för en förhållandevis snabb inflationsuppgång de närmaste åren. Sammantaget ansåg Jansson inte att argumentet om att andra prognosmakare gör lägre inflationsprognoser än Riksbanken är ett särskilt starkt skäl till att ytterligare revidera ned inflationsbedömningen.

³ Se till exempel kapitel 4 samt appendix i Redogörelse för penningpolitiken 2013.

⁴ Se fördjupningsrutan "Perspektiv på den låga inflationen", Penningpolitisk rapport februari 2014.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde sitt diskussionsinlägg med att bemöta Janssons kommentarer. Angående Ekholms uppfattning att det finns en risk att 0,75 procent uppfattas som ett golv för reporäntan menade hon att när protokollet blir offentligt så kan visserligen omvärlden läsa sig till exakt hur de olika direktionsledamöterna har positionerat sig när det gäller en möjlig räntesänkning längre fram. Men den föreslagna reporäntebanan signalerar ändå en slags ovilja att sänka räntan som kan påverka omvärldens uppfattning. Hon menade att det för förtroendet för inflationsmålet är viktigt att i handling visa att det är inflationsmålet som står i fokus för de penningpolitiska besluten.

Vad gäller resonemanget kring att Riksbankens inflationsprognos ligger högre än andra prognosmakares uttryckte Ekholm att hennes utgångspunkt är att det är önskvärt att den penningpolitiska bedömningen är någorlunda robust gentemot olika antaganden om det underliggande inflationstrycket. Bakom Riksbankens inflationsprognos ligger bland annat antagandet att den höga produktivitetstillväxten under sista kvartalet förra året bara har en temporär negativ effekt på kostnadstrycket. Ett alternativt antagande är att en högre produktivitetstillväxt leder till en mer långvarig nedåtpress på kostnadstrycket. Andra prognosmakare har gjort andra bedömningar när det gäller denna typ av osäkra förutsättningar. Ekholm menade att för hennes bedömning av vad som är en lämplig reporäntebana är det viktigt att den ger en någorlunda väl avvägd penningpolitik under olika antaganden om osäkra förutsättningar. Med bedömningen av det underliggande inflationstrycket som ges i utkastet till penningpolitisk uppföljning skulle Ekholms reporäntebana medföra en prognos för KPIF-inflationen som skjuter över 2 procent med cirka en halv procentenhet. Med en bedömning av det underliggande inflationstrycket som ligger närmare andra prognosmakare, till exempel KI, skulle prognosen förmodligen hamna ganska nära 2 procent. Ekholm menar att hennes reporäntebana är mer robust än en reporäntebana som med andra prognosmakares bedömningar av det underliggande inflationstrycket inte är förenlig med att KPIF-inflationen når upp till 2 procent någon gång under prognoshorizonten.

Vidare kommenterade Ekholm hushållens skuldsättning, eftersom flera direktionsledamöter redogjorde utförligt för hur de ser på riskerna förknippade med detta och på behovet av åtgärder för att hantera riskerna. Ekholm uttryckte att hon liksom flera andra tycker att det är viktigt att Riksbanken för fram sin syn på vilka åtgärder som behövs för att hantera riskerna i stabilitetsrådet. Liksom Jansson tror hon dock att åtgärder som ökade kapitalkrav på bankerna har begränsad verkningskraft när det gäller att dämpa riskerna med hushållens skulder. Hon tycker däremot att resonemanget om att effekten kan väntas vara alltför liten och indirekt är lite konstigt i ljuset av att reporäntan, som av allt att döma också har en liten och indirekt effekt, uppenbarligen anses lämplig för detta ändamål. Som Jansson var inne på ligger de riktigt potenta åtgärderna förmodligen inom andra politikområden, inte minst skattepolitiken. Ekholms syn är att

det är orealistiskt att tro att det kan komma några förslag på åtgärder inom det området före riksdagsvalet i höst, eftersom inget parti förmodligen kommer att vilja diskutera ränteavdrag och fastighetsbeskattning under valrörelsen. Hon menade att det däremot kan vara läge att förorda att en översyn av beskattningen på bostadsområdet görs efter valet. En sådan översyn ska helst göras med bred politisk representation, så att frågan om eventuella reformer av beskattningen på bostadsområdet inte fastnar i partipolitik.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** ville med anledning av den föregående diskussionen understyrka vad Jansson också sagt om Riksbankens självklara fokus på att uppnå inflationsmålet på 2 procent. af Jochnick påpekade att inte heller hon på något sätt uttryckt att den nuvarande reporäntnivån på 0,75 procent är någon form av golv. Tvärtom pekar reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning på en ökad sannolikhet för en sänkning av reporäntan i närtid jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari.

af Jochnick kommenterade därefter, liksom flera andra ledamöter, behovet av åtgärder för att minska riskerna med hushållens skuldsättning och påpekade att hon anser att fokus inte bör ligga på enstaka åtgärder utan en bredare palett av åtgärder för att uppnå en sundare utveckling av hushållens skuldkvot.

Hennes bedömning är att Riksbanken under senare år bidragit till en större insikt bland banker, hushåll och media om riskerna med hushållens stora skuldsättning. Som Skingsley nämnde är Bankföreningens nyligen beslutade rekommendation om att kräva amortering på belåningsnivåer över 70 procent av värdet ett ytterligare ett exempel på en sundare inställning till skuldsättning. Bankföreningens ändrade rekommendation berör dock enbart bankernas nyutlåning vilket innebär att det kommer att ta lång tid innan vi ser några stora effekter på hushållens skuldkvot. Det är positivt att allt fler delar analysen över riskerna med hushållens skulder. af Jochnick ansåg att det nu behövs en gemensam plan över hur risknivån ska minska utan alltför stora negativa effekter på ekonomin.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde sitt diskussionsinlägg med att bemöta Janssons kommentar angående att inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning ligger högre än andra bedömares. Flodén ville till att börja med poängtera att han inte anser att de andra bedömningarna är bättre än Riksbankens då han ställer sig bakom den inflationsprognos som ligger i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han såg dock två skäl att oroas av att Riksbankens inflationsprognos ligger högre än andras.

Det första skälet är att inflationen de senaste tre åren har legat klart under målet, och att Riksbanken under senare tid flera gånger har överraskats av att inflationen har blivit lägre än prognos. I det här läget är det mer problematiskt om Riksbanken fortsätter att överraskas av för låg inflation än tvärtom. Kombinationen av en inflationsprognos som är optimistisk relativt andra bedömare och en reporäntebana som om något medför en mer restriktiv penningpolitik än vad andra bedömare förväntar sig känns då problematisk.

Flodén föreslog att problematiken hanteras genom att Riksbanken bedriver en mer expansiv penningpolitik, alltså genom att sänka reporäntan vid det penningpolitiska mötet.

Det andra skälet hänger ihop med förtroendet för penningpolitiken. Flodén menade att Riksbanken ofta talar om betydelsen av de långsiktiga inflationsförväntningarna. För inflationsmålets trovärdighet är det viktigt att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir förankrade kring två procent. Men för företagens pris- och lönebeslut är förväntningarna på kortare horisonter förmodligen viktigare. De ettåriga inflationsförväntningarna ligger nu kring en procent i olika enkätundersökningar bland såväl företag som hushåll och aktörer på de finansiella marknaderna. I en miljö med lågt resursutnyttjande, låg inflation och låga förväntningar på hur andra företags priser och löner kommer att utvecklas under det kommande året är det kanske inte överraskande att företagen inte höjer sina priser. De kort- och medelfristiga inflationsförväntningarna kan alltså ha stor betydelse för inflationsutvecklingen, menade Flodén. För att inflationen ska stiga mot inflationsmålet är det önskvärt att dessa inflationsförväntningar stiger, eller åtminstone inte fortsätter att sjunka.

Han menade vidare att eftersom de kortsiktiga inflationsförväntningarna verkar färgas mycket av den senaste tidens faktiska inflation kan penningpolitiken påverka förväntningarna genom att hålla uppe inflationen. Till exempel kan penningpolitikens tillfälliga effekter på inflationsutvecklingen via växelkursen förstärkas av att inflationsförväntningarna stiger. Men förmodligen kan penningpolitiken påverka förväntningarna även mer direkt, dels genom att det i kommunikationen görs tydligt att inflationsmålet har högsta prioritet, dels genom att i handling visa att Riksbanken lever upp till en sådan kommunikation. Flodén menade att hur väl sådana direkta mekanismer fungerar beror förmodligen delvis på hur rimlig Riksbankens kombination av inflationsprognos och föreslagen penningpolitik framstår i förhållande till prognoser och bedömningar gjorda av andra aktörer.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att det i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen antas att inflationen kommer att öka när konjunkturen stärks. Företagen kommer då att i högre grad föra över sina kostnadsökningar till konsumenterna enligt den bedömning som görs i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Vidare uttryckte Ingves att utvecklingen tyder på att det finns flera osäkra faktorer som kan påverka det penningpolitiska pusslet framöver och problematiserade kring detta. Till att börja med ställde han sig frågan hur konjunkturen utvecklas i omvärlden och hur de stora centralbankernas penningpolitik påverkar de finansiella villkoren i Sverige. Ingves ansåg att växelkursen är en viktig variabel i detta avseende eftersom den påverkar inflationen både via total efterfrågan och direkt vid importpriserna. Å ena sidan skulle en svagare växelkurs kanske öka på inflationen medan å andra sidan bytesbalansöverskottet

snarare pekar i motsatt riktning mot en starkare växelkurs. I ett svårbedömbart läge ansåg Ingves att växelkursprognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning är välbalanserad.

Ingves menade att en annan central fråga är om globaliseringen och omvandlingstrycket har tilltagit igen efter krisen och om det påverkar de svenska företagens möjligheter att höja sina priser.

En tredje relaterad fråga som Ingves tog upp är om BNP-tillväxten framöver kan komma att drivas av en starkare eller svagare produktivitetstillväxt än Riksbanken räknar med. I så fall kan kostnadstrycket bli lägre eller högre än väntat när konjunkturen stärks.

Några av dessa frågor har aktualiserats tidigare under perioden med rörlig växelkurs och inflationsmål. Ingves menade att det av erfarenhet är känt att sambandet mellan makroekonomiska variabler och inflation inte alltid är stabila över tiden. De kan påverkas av förändringar både på ekonomins utbudssida och på dess efterfrågesida, vilket i sin tur påverkar vilka slutsatser som bör dras för penningpolitiken.

Ingves påpekade att det är viktigt att hålla detta i minnet när Riksbanken detaljgranskar inflationen och relationen mellan inflationen och olika makroekonomiska variabler framöver.

Avslutningsvis återkom Ingves till frågan om hur väl det penningpolitiska ramverket kan hantera ett läge med låg inflation och växande finansiella obalanser då den penningpolitiska avvägningen mellan inflation och hushållens skulder accentuerats. Han menade att det inte är möjligt att med mindre justeringar av reporäntan fullt ut hantera båda problemen samtidigt. I grund och botten skulle det behövas två olika räntor: En högre för hushållen och en lägre för företagen och det särskilt i ett läge när utlåningstrenden för hushållen är på uppåtgående. Men, konstaterade Ingves, den möjligheten existerar inte. Han menade att det därför är utomordentligt viktigt att hushållens skuldsättning också hanteras kraftfullt med ytterligare medel utöver penningpolitik. Under kommande år räknar Riksbanken med att konsumtionen kommer att stiga med 2,5-3 procent. Ingves menade att det är rimligt att en del av det konsumtionsutrymmet tas i anspråk av makrotillsynsåtgärder. I annat fall kan samma åtgärder bli nödvändiga i ett senare skede men då i ett sämre konjunkturläge eller vid ett ränteläge som är ett helt annat än dagens låga nivå. Ingves framhöll att det är hög tid att konkretisera vilka åtgärder som behövs vidtas på andra politikområden 2014 och därefter när det gäller att motverka framväxten av finansiella obalanser.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** tog upp Ekholms uttalande om att den föreslagna reporäntebanan skulle kunna uppfattas som ett golv och att den signalerar en ovilja bland majoritetens ledamöter att sänka räntan. Skingsley ansåg detta vara en typ av argumentation som leder till en oönskad osäkerhet gentemot omvärlden, och som har förekommit också tidigare. Skingsley menade att det handlar om ifrågasättanden av

andras vilja att nå inflationsmålet, påståenden att inflationsmålet medvetet åsidosätts, och att uppdraget missuppfattas.

Skingsley påpekade att det för hennes del inte finns något golv i penningpolitiken och att hon stödjer den politik som hon bedömer leder till uppfyllelse av inflationsmålet inom rimlig tid.

När det sedan gäller frågan om skuldsättning och insatser inom olika politikområden ansåg Skingsley att det finns en bred samstämmighet om att centralbanker har ett ansvar för den finansiella stabiliteten i en samhällsekonomi. Kontroverserna kring centralbanker och skuldsättning handlar snarare om frågor rörande om skuldnivå och utveckling är hållbar, och om det är en fråga för penningpolitiken eller inte.

Ett förekommande påstående är att penningpolitiken kan användas för att signifikant och i detalj styra tillväxt, arbetslöshet och inflation men att den samtidigt saknar effekter på skuldutvecklingen. Detta är inte resultat som tydligt verifieras i empirisk forskning om penningpolitikens effekter. Möjligen utgår påståendet från Riksbankens egen analys i den penningpolitiska rapporten från februari, där frågeställningen om penningpolitikens effekter på skuldsättningen behandlades i en fördjupningsruta. Skingsley ansåg att det som har kommit bort är att den analysen har flera osäkerhetsfaktorer: Genomslaget i skulder bygger på att ränteförändringar är tillfälliga, och att de endast speglar genomsnittliga samband, med mera.

Hon ansåg vidare att man kan ha invändningar mot att använda penningpolitik som ett redskap för att begränsa riskerna med skuldsättningen, men då bör man också redovisa sin egen riskanalys och vilka alternativa åtgärder som bör genomföras. Generella hänvisningar till makrotillsynsåtgärder ansåg inte Skingsley vara tillräckligt.

Hon tillade avslutningsvis att det på området makrotillsynsåtgärder också finns en internationell dimension. På EU-nivå är ambitionerna starka att upprätthålla en inre marknad, att undvika nationella särarter och att enskilda länder därför kan komma att avhållas från att vidta nationella åtgärder. Det kommer således att uppstå internationella restriktioner för vad Sverige kan göra för att säkra situationen med finansiella obalanser.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** svarade därefter på Skingsleys inlägg. Ekholm uttryckte att hon till att börja med inte anser att hon målat upp några ståndpunkter hos andra direktionsledamöter. Det hon sa var att hon tror att den föreslagna reporäntebanan kommer att tolkas som att den innebär att 0,75 procent är ett nytt golv för reporäntan. Ekholm menade att det var en utsaga om hur hon tror att omvärlden kommer att reagera på det föreslagna penningpolitiska beslutet, inte en utsaga om vad hon tror att de olika direktionsledamöterna har för ståndpunkter.

Vidare uttryckte Ekholm att hon hade svårt att förstå Skingsleys resonemang om vikten av att de ledamöter som inte vill använda reporäntan för att hantera risker förknippade med

hushållens skuldsättning klargör vilka åtgärder de i så fall tycker bör vidtas för att hantera dessa risker.

Ekholm menade att hon varit tydlig med att hon bedömer effekten av marginella förändringar i reporäntan på hushållens skuldkvot som så pass små att de inte påverkar riskerna förknippade med hushållens skuldsättning på något väsentligt sätt. Ekholm underströk att hennes syn på reporäntans effekt på inflationen och den realekonomiska utvecklingen är den som Riksbankens prognos utgår ifrån och inte någon annan. Hennes syn är alltså att marginella förändringar i reporäntan påverkar inflationen och den realekonomiska utvecklingen, men har försumbara effekter på risker förknippade med hushållens skuldsättning.

Ekholm uttryckte vidare att som hon förstod det tror inte Skingsley på den skattning av reporäntans effekt på skuldkvoten som presenterades den penningpolitiska rapporten i februari utan Skingsley tror att effekten är större. Ekholm påpekade att det för henne framstår som viktigt att de som inte tror på den skattning som Riksbanken har presenterat klargör hur stora effekter de i så fall tror att reporäntan har på skuldsättningen, och därmed hur de ser på avvägningen mellan en sämre måluppfyllelse under prognoshorisonten och en eventuellt lägre risk för en djup lågkonjunktur längre fram. För henne framstod detta som minst lika viktigt som att de som tror att reporäntans effekt på skuldkvoten faktiskt är i linje med den skattning som har presenterats klargör med vilka andra åtgärder än penningpolitik de tycker att riskerna med hushållens skuldsättning bör hanteras.

Avslutningsvis kommenterade Ekholm Ingves resonemang om växelkursen och bytesbalansen med att säga att det i detta sammanhang kan vara viktigt att skilja mellan nominell och real växelkurs, även om förändringar i den reala växelkursen på kort sikt i stort sett följer den nominella. Ekholm menade att det är den reala växelkursen som har betydelse för bytesbalansen. Hon trodde inte att en försvagad nominell växelkurs nödvändigtvis måste leda till ännu större överskott i bytesbalansen. En svagare växelkurs kan i det läge som vi har idag skapa utrymme för prisökningar, som i sin tur skapar utrymme för löneökningar och för en större önskan att investera. Högre investeringar ökar inhemsk absorption och minskar det sparandeöverskott – skillnaden mellan inhemskt finansiellt sparande och inhemska investeringar – som avspeglas i nuvarande bytesbalansöverskott. Med högre löne- och prisökningar kan denna utveckling gå hand i hand med en stärkt real växelkurs på sikt. En svagare nominell växelkurs på kort sikt skulle alltså kunna vara förenlig med en starkare real växelkurs och ett mindre bytesbalansöverskott på längre sikt.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** svarade sedan på Skingsleys inlägg. Flodén påminde om att Skingsley nämnde fördjupningen om reporäntans effekter på hushållens skuldsättning från den penningpolitiska rapporten i februari. Skingsley menade bland annat att fördjupningen kan kritiserats för att bygga på ett antagande om att reporäntan

endast sänks tillfälligt – under fyra kvartal – för att sedan återgå till huvudscenariots bana. Flodén förtydligade att han inte förespråkar en räntebana som avviker från huvudscenariot permanent eller ens under en längre tidsperiod. Han uttryckte att han i själva verket menar att det kan vara befogat att oroas av att en låg reporänta under en utdragen tidsperiod kan medföra att hushållen får alltför optimistiska förväntningar om framtida räntenivåer. Flodén menade att en slutsats av en sådan oro mycket väl kan vara att penningpolitiken bör göras än mer expansiv i närtid. Allt annat lika kommer en lägre ränta idag medföra att inflationen snabbare rör sig mot målet och att resursutnyttjandet snabbare blir balanserat, och då kan även räntan snabbare höjas från dagens onormalt låga nivåer. Flodén påpekade att han fört fram dessa argument flera gånger i tidigare penningpolitiska protokoll och även i ett tal i höstas.

Flodén återkom till Skingsleys påpekande att de som inte ser reporäntan som ett användbart verktyg för att begränsa riskerna med hushållens skuldsättning måste precisera vilka makrotillsynsåtgärder som nu bör införas. Flodén uttryckte att han inte tycker att det penningpolitiska mötet är rätt forum för att ge precisa rekommendationer om hur olika makrotillsynsverktyg ska användas. Han uttryckte vidare att han vid tidigare tillfällen, främst i samband med flera av sina tal, har uttalat uppfattningar i de frågorna. Slutligen påpekade Flodén att Riksbanken senare i vår kommer att presentera den Finansiella stabilitetsrapporten, där det är mer naturligt att precisera ytterligare rekommendationer och åsikter kring makrotillsynen.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Vid mötet konstaterades att direktionen i stort var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden fortsätter att förbättras, väl i linje med Riksbankens tidigare bedömningar. I Sverige var BNP-tillväxten oväntat hög fjärde kvartalet i fjol. Det var delvis ett resultat av tillfälliga faktorer men den breda uppgången i efterfrågan tyder på att konjunkturuppgången har inletts. Utsikterna för svensk ekonomi är fortsatt ljusa och en tydlig förbättring av arbetsmarknadsläget väntas under andra halvåret i år.

Konjunktoren stärks och hushållens skulder som andel av disponibel inkomst bedöms öka mer än i föregående prognos. Inflationen har blivit något lägre än väntat, men revideringen av inflationsprognosen är ganska liten. KPIF-inflationen bedöms stiga mot slutet av året och vara nära 2 procent under senare delen av 2015.

Mot bakgrund av att konjunktoren stärkts och revideringarna av inflationsbedömningen är små bedömde en majoritet av fyra ledamöter att det var lämpligt att lämna reporäntan oförändrad på dagens låga nivå på 0,75 procent. De bedömde också att det är lämpligt att höja reporäntan först om ungefär ett år, när inflationen tagit fart.

Givet den låga inflationen ansåg en majoritet av direktionen att det var lämpligt att justera ned reporäntebanan så att den avspeglar en större sannolikhet för en räntesänkning i närtid jämfört med bedömningen i februari.

Två ledamöter förespråkade en sänkning av reporäntan till 0,50 procent då inflationen under en tid blivit lägre än väntat och för att säkerställa att inflationen stiger mot inflationsmålet. Båda förespråkade en första reporäntehöjning ungefär i linje med utkastet till penningpolitisk uppföljning, men de hade lite olika syn på reporäntebanan därefter. Den ena ledamoten bedömde det lämpligt att reporäntan i slutet av prognoshorisonten sammanfaller med den i utkastet till penningpolitisk uppföljning, medan den andra föredrog en lägre reporäntebana.

På mötet diskuterades den låga inflationen och några ledamöter poängterade att nu även små revideringar av inflationsprognosen kunde påverka deras syn på penningpolitiken. Diskussionen berörde också reporäntebanan på lite sikt, den långsiktiga nivån för reporäntan samt växelkursens betydelse för inflationsutvecklingen. Behovet av att implementera makrotillsynsåtgärder betonades, liksom andra åtgärder som påverkar hushållens efterfrågan på lån och bostadsmarknadens funktionssätt. Det fördes också en diskussion om i vilken utsträckning hushållens skulder bör påverka penningpolitiken. Dessutom diskuterades globala risker för den ekonomiska utvecklingen och eventuella konsekvenser för utvecklingen i Sverige.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen onsdagen den 9 april 2014 kl. 9.30,
- att behålla reporäntan på 0,75 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 16 april 2014,
- att onsdagen den 9 april 2014 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 24 april 2014 kl. 9.30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Hon

förordade en sänkning av reporäntan till 0,50 procent och förespråkade en reporäntebana som ligger kvar på den nivån i ungefär ett år och sedan successivt höjs till ungefär 2,2 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att en reporäntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,50 procent och att reporäntan ligger kvar på den nivån under cirka ett år, innan den höjs mot den reporäntebana som föreslås i utkastet till penningpolitik uppföljning. Detta motiveras av hans bedömning att en sådan reporäntebana skulle medföra en prognos där KPIF-inflationen snabbare återgår till 2 procent.

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