



Penningpolitiskt protokoll

JULI 2014

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 2 juli beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan till 0,25 procent och att justera ner reporäntebanan.

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

För omvärlden som helhet väntas en successiv förbättring av konjunkturen de närmaste åren. Samtidigt är det globala inflationstrycket fortsatt lågt och prognosen för internationella styrräntor är nedreviderad. Den svenska konjunkturen stärks och hushållens skulder som andel av disponibel inkomst bedöms öka mer än i föregående prognos. Samtidigt har inflationen blivit lägre än väntat, och inflationstrycket bedöms vara tydligt lägre. Med den förda penningpolitiken bedöms KPIF-inflationen stiga mot slutet av året och nå 2 procent i början av 2016.

Direktionen var enig om att det nu behövs en ännu mer expansiv penningpolitik mot bakgrund av att inflationen har blivit lägre än väntat, att inflationstrycket bedöms bli lägre och att prognosen för internationella styrräntor är nedreviderad.

En lägre ränta och räntebana än i bedömningen i april behövs för att inflationen ska stiga mot målet tillräckligt snabbt för att säkerställa att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid 2 procent. Samtidigt innebär det låga ränteläget att risken ökar för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Direktionen var därför enig om att det nu är ännu mer angeläget att andra politikområden vidtar åtgärder för att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden.

Olika ledamöter gjorde dock olika bedömningar om hur mycket reporäntan behövde sänkas vid detta penningpolitiska möte. En majoritet bedömde att det var lämpligt att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,25 procent. De bedömde också att det är lämpligt att senarelägga en första höjning till slutet av 2015. Då bedöms räntan successivt börja höjas för att uppgå till strax över 2 procent under senare delen av 2017. Syftet med den kraftiga sänkningen av reporäntan och revideringen av reporäntebanan är att sända en tydlig signal om att en stigande inflation nu är den viktigaste uppgiften för penningpolitiken.

Två ledamöter förespråkade en sänkning med 0,25 procentenheter till 0,5 procent. De bedömde även att det är lämpligt att senarelägga en första höjning men till 2016 och att reporäntan därefter höjs långsamt. Dessa ledamöter delade synen att det är viktigt att inflationen närmar sig målet inom en snar framtid, men att detta förslag skulle vara en bättre avvägning för att nå inflationsmålet samtidigt som hushållens höga skuldsättning i någon mån beaktas.

På mötet diskuterades penningpolitik i en liten öppen ekonomi och hur Sverige positionerar sig i ett internationellt sammanhang mot bakgrund av att återhämtningen är ojämn på olika håll i världen avseende tillväxt och att räntepolitiken också skiljer sig åt. Direktionen diskuterade även behovet av att åtgärder vidtas för att hantera risker med hushållens skuldsättning.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2014-07-02
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

Hanna Armelius
Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Christoffer Grände (§ 1)
Tobias Helmersson (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Henrik Siverbo
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Anders Vredin

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

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Tobias Helmersson från avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har ränteskillnaderna vidgats mellan å ena sidan USA och Storbritannien och å andra sidan euroområdet. Kronan har försvagats ett par procent i handelsvägda termer. De finansiella marknaderna har präglats av ett relativt lugn med låg volatilitet och stigande priser på riskfyllda tillgångar. De orosmoment som finns, till exempel det politiska läget i Ukraina och Irak, har inte gett några större avtryck i marknaderna. Det råder stor samstämmighet på marknaden om att Riksbanken kommer att sänka reporäntan vid dagens möte. Däremot råder det delade meningar om hur reporäntebanan framöver kommer att se ut.

Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 17, 23 och 24 juni. På ett möte med direktionen den 26 juni bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Återhämtningen i omvärlden fortsätter, även om utvecklingen går i olika takt i olika länder. I USA ser utsikterna goda ut efter att kallt väder bidragit till ett oväntat svagt BNP-utfall under första kvartalet. I euroområdet går återhämtningen långsammare. För länderna i det handelsviktade så kallade KIX-indexet väntas BNP-tillväxten stiga under prognosperioden för att uppgå till knappt 3 procent 2016. Sedan det penningpolitiska mötet i april har ECB sänkt styrräntan till 0,15 procent och signalerat att räntan kommer att vara låg under en lång tid. ECB:s kommunikation har lett till att prognosen för omvärldens styrräntor har reviderats ner.

I Sverige föll BNP tillbaka lite mer än väntat under första kvartalet, vilket har lett till att prognosen för helåret 2014 har reviderats ner med en halv procentenhet. Bilden av en fortsatt konjunkturåterhämtning kvarstår dock och under kommande prognosår väntas tillväxten bli god. Prognosen på lite längre sikt är något uppreviderad på grund av den mer expansiva penningpolitiken.

Inflationen är fortsatt låg. Sedan det penningpolitiska mötet i april har det kommit tre utfall som alla har varit lägre än prognos. Att inflationen nu under flera månader varit överraskande låg, att nedgången är bred över olika komponenter, och att även den utländska inflationen är oväntat låg har lett till en nedrevidering av det underliggande inflationstrycket i Sverige. Det ligger även i linje med Riksbankens modellprognoser, som visat sig göra mycket bra prognoser enligt prognosutvärderingar gjorda på avdelningen för penningpolitik. Prognosen för inflationen skulle ha reviderats ner betydligt mer jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april om det inte vore för den kraftiga

nedrevidering av reporäntebanan som ligger i prognosen. Det kan vara värt att nämna att detta gäller trots att kronan har försvagats med ett par procent i handelsvägda termer.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är betingade på att reporäntan sänks med en halv procentenhet vid dagens möte och att reporäntebanan revideras ner så att den uppgår till drygt två procent i slutet av prognoshorisonten. I räntebanan ligger även en större sannolikhet för en sänkning än en höjning under hösten. Den mer expansiva penningpolitiken leder till att BNP-tillväxten blir högre och arbetslösheten lägre på sikt. Prognosen för hushållens skulder som andel av disponibla inkomster har reviderats upp på sikt.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen och de penningpolitiska avvägningarna i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon ville inleda med att repetera sin syn på de penningpolitiska förutsättningarna som rådde vid det penningpolitiska mötet i april. Det hon sa då var att under förutsättning att successiva åtgärder vidtas för att stärka motståndskraften i både hushåll och banker så krävdes endast måttliga nedrevideringar i inflationsbedömningen för att hon framöver skulle stödja en adderad stimulans i penningpolitiken. Därefter har inflationen fortsatt att vara lägre än förväntat. Riksbankens prognoser för omvärldens ränteutveckling har dessutom sänkts. Det interna analysarbetet har också medfört att Riksbankens prognos för inflationstrycket har sänkts betydligt. Dessa tre omständigheter är de främsta skälen till att räntan och även räntebanan idag föreslås sänkas betydligt.

Med den aktuella prognosen för KPIF-inflationen, där 2-procentsmålet uppnås i början av 2016, kommer målet ha varit underskridet i ungefär fem år. Skingsley tyckte att man ska ha i åtanke att det inte finns något tidsspecificerat krav på hur snabbt inflationen ska återföras till målet. Om Riksbanken hade behållit det så kallade toleransintervallet på 1–3 procent hade denna underskridandeperiod uppfattats som betydligt kortare. Men faktum kvarstår att en lång period utan måluppfyllelse kan sätta inflationsförväntningarna i rörelse. Då förankrade inflationsförväntningar är en central del i pris- och lönebildningen i ekonomin är det därför motiverat att idag stödja en tydlig ytterligare lättning av penningpolitiken.

I de flesta fall ändrar Riksbanken styrräntan i steg om 25 räntepunkter och att idag stödja en så stor sänkning som 50 räntepunkter tyckte Skingsley var ett svårt beslut. I vågskålarna ligger dels risken för fortsatta överraskningar i form av lägre inflation, dels riskerna förknippade med hushållens växande skuldsättning som en låg ränta för med sig. Den stora sänkningen kommer att uppfattas av de flesta som en överraskning, vilket Skingsley normalt sett tycker man ska undvika eftersom det är viktigt att marknadsaktörer

och andra ekonomiska aktörer känner en tilltro till att penningpolitiken är förutsägbar. Samtidigt visar den aktuella prissättningen i räntemarknaden inför dagens möte att aktörerna håller öppet för en räntelättnad utöver 25 punkter samt att flera prognosmakare redan innan dagens möte prognostiserar ytterligare en sänkning inom en snar framtid. Att återfå inflationen till målet är för Skingsley i detta läge, efter en lång period av låg inflation, av största vikt. Hon bedömde därför sammantaget att det nu var motiverat med ett kraftfullt agerande i form av en större sänkning än normalt.

Framöver finns det tydliga förutsättningar för en stigande inflation. Den successivt stigande efterfrågan i omvärlden och i Sverige är ett centralt bidrag i detta. Behovet att höja priserna är vidare tydligt eftersom enhetsarbetskostnaderna för näringslivet har legat runt 2 procent de senaste åren. Att andelen företag som planerar att höja sina priser ökar är därför naturligt.¹ En rad omständigheter som dämpat inflationen under senare år har också mattats av eller reverserats de senaste månaderna. Skingsley ville i det sammanhanget betona faktorer som växelkursen, producentpriser och globala livsmedelspriser. Tjänsteprisutvecklingen, som mattats av sedan början av 2013, och som har varit ett diskussionsämne för direktionen de senaste mötena, har också börjat stiga igen och tjänsteföretagens prisförväntningar har ökat kontinuerligt sedan slutet av 2013, enligt Almegas senaste Tjänsteindikator.

Med dagens penningpolitiska beslut prognostiseras en fortsatt ökning av hushållens skuldsättning. Flera internationella organ har uppmärksammat Sverige på denna omständighet sedan flera år tillbaka och Riksbanken har på olika sätt uppmärksammat och varnat för utvecklingen.² På det här området har dataunderlaget länge varit otillfredsställande, men en nyligen publicerad analys visar att skuldsättningen är hög som andel av disponibel inkomst, oavsett om man skär statistiken per vuxen individ eller hushåll, inkomstgrupp, hemort och ålder.³

Skingsley tyckte att de hittillsvarande och planerade åtgärder som annonserats för att säkra det finansiella systemet är positiva, men de behöver också kompletteras med gradvisa åtgärder riktade mot hushållen för att dämpa viljan till ytterligare skuldsättning som en låg ränta under lång tid för med sig. Att man nu ser över amorteringskraven och överväger skärpningar är välkommet. Dagens belåningsgräns om 85 procent bör också ses över i förhållande till andra jämförbara länder. Men det finns även andra åtgärder som kan vara effektiva för att dämpa de stimulans effekter på hushållens skuldsättningsvilja som den lägre räntan medför. Skingsley ställde sig positiv till att företrädare för

¹ Se Riksbankens företagsundersökning, 16 juni 2014.

² Se till exempel IMF artikel IV-konsultationer om Sverige, samt EU kommissionens rapporter om medlemsländernas makroekonomiska obalanser.

³ Se till exempel "Hur skuldsatta är de svenska hushållen?", Riksbanken Ekonomisk kommentar 1/2014, och Skingsley (2014) "Hushållens skulder under lupp", anförande vid Sabos finansdag 8 maj.

regeringen uttalar en tydlig vilja att ta ansvar för utvecklingen och är beredda att med åtgärder motverka skuldsättningsviljan.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ställde sig bakom utkastet till penningpolitisk rapport, både vad gäller konjunkturutsikterna och den föreslagna penningpolitiken, det vill säga en sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter och den föreslagna reporäntebanan. Den indikerar dels att reporäntan kan komma att sänkas ytterligare, dels att räntan inte väntas höjas förrän i slutet av 2015. Därefter väntas räntan successivt höjas till drygt 2 procent vid slutet av prognoshorisonten.

Den nu föreslagna penningpolitiken är betydligt mer expansiv än den som beslutades om i april. Det finns två huvudskäl till detta. Det ena är att inflationsutvecklingen i Sverige tyder på ett lägre inflationstryck än vad som tidigare legat i prognosen. Det andra är att penningpolitiken i omvärlden väntas vara mer expansiv framöver än tidigare med lägre räntor, vilket framgår av diagram 1:33 i utkastet till penningpolitisk rapport. Det beror i första hand på att ECB varit tydliga med att de ser en mer expansiv penningpolitik framför sig. Med lägre räntor i omvärlden behöver också svenska räntor vara lägre för att undvika att kronan stärks på ett sätt som gör att inflationen rör sig längre bort från målet.

Enligt Ekholm utgör knappast den realekonomiska utvecklingen i Sverige att penningpolitiken görs betydligt mer expansiv nu, även om vi fortfarande drygt fem år efter att vi drabbades av effekterna av den globala finanskrisen har ett lägre resursutnyttjande än normalt. Riksbankens bedömning av konjunkturutsikterna är trots allt ganska positiva, med ökad exportefterfrågan och högre tillväxt än de senaste åren. Behovet av en betydligt mer expansiv penningpolitik hänger samman med att inflationen, som legat under målet under flera år, oväntat blivit ännu lägre under senare tid. Detta framgår ganska tydligt av diagram 1:27 i utkastet till penningpolitisk rapport. En sådan utveckling kräver en kraftfull respons från Riksbankens sida för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Ekholm menade att det förtroendet förutsätter att Riksbanken i handling visar att man inte tänker låta inflationen förbli under målet under lång tid, utan är inriktade på att snabbt få upp den mot målet.

I detta sammanhang menade Ekholm att det spelar mindre roll exakt varför inflationen har fallit under senare tid. Riksbanken behöver ändå agera för att motverka utvecklingen. Riksbankens huvuduppgift är att tillhandahålla ett nominellt ankare för ekonomin, vilket är inflationsmålet på 2 procent. Att Riksbanken har fått detta i uppgift bygger på uppfattningen att ekonomin fungerar väsentligt sämre utan ett sådant ankare. För att lönebildningen ska fungera väl, för att företag och hushåll ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut och för att förändringar i relativa löner och priser ska kunna ske smidigt behövs ett nominellt ankare. Till detta ska läggas att en situation där inflationen är nere på nivåer nära noll innebär en risk för regelrätt deflation. Ett bakslag när det gäller den väntade konjunkturåterhämtningen kan i en sådan situation driva ner inflationen till

under noll och detta kan skapa stora problem. Det är en risk som Riksbanken bör agera för att undvika.

Eftersom det fortfarande finns lediga resurser i ekonomin kommer inte en mer expansiv penningpolitik i konflikt med ambitionen att stabilisera den realekonomiska utvecklingen kring långsiktigt hållbara nivåer, även om den reporäntesänkning på 0,5 procentenheter som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport kommer påfallande sent i konjunkturcykeln. Enligt Riksbankens skattningar av BNP- och timgap väntas positiva gap mot slutet av prognosperioden. Ekholm är dock mer benägen att titta på arbetslösheten och hennes bedömning är att Riksbankens prognos för den innebär en högre arbetslöshet än den långsiktiga jämviktsnivån under i princip hela prognosperioden.

Den utvecklingstrend som en betydligt mer expansiv penningpolitik kan komma i konflikt med är den tendens till ökad kredit tillväxt i hushållssektorn som observerats under senare tid. Lägre räntor väntas öka efterfrågan på krediter. I den mån detta medför högre skuldsättning för redan högt skuldsatta hushåll innebär det ökade risker för att en konjunkturförsvagning längre fram förstärks av att dessa hushåll drar ner på sin konsumtion.

För Ekholm väger denna ökade risk lätt i förhållande till de risker hon ser när det gäller förtroendet för inflationsmålet. Till att börja med är det oklart hur akut denna risk är i fallet Sverige. Hushållens skuldsättning för bostadsändamål fortsätter att öka – särskilt verkar detta vara fallet när det gäller bostadsrätter. Samtidigt är hushållens sparkvot rekordhög, vilket framgår av diagram 1:16 i utkastet till penningpolitisk rapport. Det verkar alltså inte handla om en allmän ökning av graden lånefinansiering av hushållens tillgångar. Men tendensen till ökad kredit tillväxt i ett läge där skuldnivåerna redan är höga på flera håll är förstås oroande. Erfarenheten säger också att bostadspriser kan falla en hel del om förväntningarna om utvecklingen på bostadsmarknaden förändras.

Men frågan är vad Riksbanken kan göra för att på bästa sätt bidra till en mindre riskfylld utveckling. Ekholm tror inte att marginella skillnader i reporäntan spelar någon större roll i detta sammanhang. Och att bedriva en betydligt stramare penningpolitik så att ränteläget blir betydligt högre skulle i dagsläget vara direkt ansvarslöst, eftersom det skulle medföra en påtaglig risk för deflation. Riskerna med hushållens skuldsättning måste därför hanteras på annat håll, av Finansinspektionen genom makrotillsynsåtgärder eller av regeringen genom andra typer av åtgärder som påverkar efterfrågan på hushållskrediter. Finansinspektionen har gjort en hel del, men om bolåneräntorna i och med dagens beslut sänks till ännu lägre nivåer kan de behöva motverka skulduppbyggnad i just hushållssektorn med ytterligare åtgärder.

Ekholm ville i detta sammanhang även säga något om den internationella diskussion som finns om penningpolitikens roll när det gäller risker för finansiella obalanser. Häromdagen rapporterades det till exempel att Bank for International Settlements (BIS) i sin årliga

rapport varnade för att centralbanker inte i tillräcklig utsträckning använder penningpolitik för att dämpa kredittillväxt. De tenderar därmed att agera asymmetriskt med kraftigt expansiv penningpolitik i lägen med svag kredittillväxt, men inte särskilt stram penningpolitik i lägen med stark kredittillväxt. Sammantaget ger detta en slagsida mot skulduppbyggnad i ekonomin. Liknande tankegångar ligger måhända bakom Internationella valutafondens (IMF) uttalande i mitten av juni i samband med deras artikel IV-konsultation om svensk ekonomi, där de hävdade att ökade risker för den finansiella stabiliteten skulle innebära att reporäntan behöver höjas tidigare än vad räntebanan indikerade. Ekholm håller inte med om denna syn på penningpolitiken och tror att det i viss mån är symptomatiskt att den företräds av organisationer som inte själva fattar penningpolitiska beslut. I en demokrati måste de penningpolitiska besluten utgå ifrån det mandat som centralbanken på demokratisk väg har ålagts att uppfylla. Har man ett inflationsmål så är det inflationen som måste vara utgångspunkten för de penningpolitiska besluten, inte någonting annat.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar bedömningen av utvecklingen i omvärlden och i Sverige så som den beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Däremot stödjer hon inte förslaget att sänka reporäntan till 0,25 procent och inte heller den föreslagna räntebanan. af Jochnick förordade en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent och en räntebana där reporäntan ligger kvar på 0,5 procent till 2016 för att sedan långsamt höjas därefter. Då uppnås också inflationsmålet samtidigt som man i viss mån beaktar riskerna med hushållens skuldsättning.

Reporäntan har under det senaste året varit mycket låg i syfte att stödja företag och hushåll så att efterfrågan ökar och inflationen stiger mot målet på 2 procent. En allt mer oroande faktor har varit att inflationsutfallen blivit lägre än Riksbankens prognoser. Därför sänktes reporäntebanan i april och direktionen öppnade för en relativt stor sannolikhet för en ytterligare sänkning vid dagens möte.

Sedan april har inflationen blivit lägre än väntat. Inflationsprognosen är nu nedreviderad för större delen av prognosperioden. Det finns flera faktorer som har bidragit till detta. Det globala inflationstrycket är lågt. Dessutom är prognosen för internationella styrräntor nedreviderad, vilket dämpar priserna i Sverige via växelkurskanalen. Till detta kommer att de svenska företagens marginaler varit pressade, att energipriserna stigit långsamt och att livsmedelspriserna utvecklats svagt. Det är viktigt att fortsätta analysera orsakerna till det svaga inflationstrycket i omvärlden och i Sverige och hur andra centralbanker kommer att agera framöver.

af Jochnicks bedömning var att utsikterna för en global återhämtning är goda. Särskilt gäller det USA och Storbritannien, medan återhämtningen i euroområdet dämpas av att flera euroländer har problem med hög skuldsättning. ECB:s beslut i juni att sänka styrräntan och bedömningen på marknaden att den kommer att ligga kvar på denna låga

nivå tills 2016 talar för att det väntas en något mer långsam återhämtning i euroområdet. Den svenska realekonomin utvecklas dock ganska väl och betydligt bättre än många ekonomier i Europa. Främst beror det på en stark hushållssektor och ökad konsumtion i Sverige. Riksbanken räknar med att BNP ökar med drygt 2 procent i år och drygt 3 procent nästa år, vilket i ett internationellt perspektiv får anses bra. Jämfört med de länder Sverige handlar mest med (KIX-vägt) har vi en något bättre BNP-utveckling. Arbetslösheten är fortsatt hög men sysselsättningsgraden är också hög. För att reducera arbetslösheten vore ökade arbetsmarknadspolitiska åtgärder en möjlighet för att underlätta för de utsatta grupperna att ta sig in på arbetsmarknaden.

af Jochnick skulle vilja sammanfatta utvecklingen på följande sätt. Det som talar för en lägre ränta är att inflationen blivit lägre än väntat och inflationsprognosen är nedreviderad för kommande år. ECB har dessutom reviderat ner sin styrränta och räknar med att hålla en låg ränta under längre tid. Å andra sidan har tillväxten på global nivå utvecklats väl och prognoserna för svensk tillväxt ser bra ut, bland annat till följd av en god utveckling för hushållen. I det uppkomna läget med lägre inflation än väntat bedömer hon det som rimligt att direktionen sänker reporäntan till 0,5 procent. Ett skäl att inte sänka räntan mer är att den svenska ekonomin är på väg att stärkas. Ett annat skäl är att när läget är svårbedömt bör penningpolitiken i så hög grad som möjligt vara mer i linje med vad som tidigare kommunicerats samtidigt som ny information beaktas.

Det kommer att ta tid innan inflationen stiger till 2 procent oavsett om reporäntan nu sänks med 0,25 eller 0,5 procentenheter. Det beror bland annat på att det är osäkert hur snabb återhämtningen blir i Europa. Det beror också på att det är osäkert vilken effekt en reporäntesänkning får på kronkursen. Kronan har redan försvagats under året, vilket talar för att en räntesänkning på 0,25 procentenheter är förväntad. Hur marknaden reagerar på en oväntat stor sänkning till 0,25 procent är svårt att bedöma. Det är också svårt att bedöma hur hushållen kommer att reagera på en räntesänkning till 0,25 procent i kombination med information om att räntorna kommer att ligga kvar på låg nivå länge. Detta kan ytterligare underblåsa utvecklingen på bostadsmarknaden och leda till stigande priser. Det kan också skapa felaktiga förväntningar om framtida räntor och öka risktagandet i ekonomin genom att exempelvis öka hushållens intresse av att låna till rörlig ränta.

af Jochnick ansåg att en reporäntesänkning med 0,25 procentenheter till 0,5 procent var väl avvägd och i linje med ny information och de bedömningar direktionen tidigare kommunicerat till marknaden. Hon tycker att Riksbankens agerande så långt som möjligt bör vara förutsägbart och långsiktigt.

Sverige och svensk ekonomi har under våren 2014 granskats av flera internationella organisationer.⁴ Under den senaste månaden har såväl EU-kommissionen som IMF redovisat sin syn på Sverige och lämnat rekommendationer på åtgärder som bör vidtas. EU-kommissionen upprepade för tredje året i rad att Sverige fortsatt har makroekonomiska obalanser som kräver övervakning och politiska åtgärder. Kommissionen pekade särskilt på att fortsatt uppmärksamhet måste fästas på hushållens skuldsättning och de ineffektiva inslagen på bostadsmarknaden.

IMF pekade på en relativt god utveckling av svensk ekonomi men att finansiella obalanser skapar stigande oro. I det sammanhanget nämner de obalanser på bostadsmarknaden och en hög skuldsättning i hushållssektorn. De säger i sin rapport att Sverige har akuta utmaningar att hantera systemrisk och finansiella strukturfrågor i syfte att direkt påverka hushållens efterfrågan på lån.

af Jochnick påpekade att såväl EU-kommissionen som IMF pekar på sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet och menar att det är viktigt att åtgärder vidtas i rätt ordning. Det innebär att penningpolitiken måste avlastas och åtgärder bör vidtas i små steg för att inte skapa onödiga problem för hushållen och kanske negativa effekter på privat konsumtion och efterfrågan i ekonomin.

Hon tyckte inte det var bra att Sverige vid upprepade tillfällen får påpekanden av detta slag. Finansiella obalanser som byggts upp måste hanteras. Sverige är alltför beroende av utlandets förtroende genom den stora upplåning svenska banker har för finansiering av svenska bolån. I Sverige och i flera andra länder har centralbanker bedömt det vara nödvändigt att "luta sig mot vinden" genom att beakta finansiella obalanser i de penningpolitiska avvägningarna. För Riksbankens del har det under lång tid skett genom att direktionen har försökt finna en avvägning som siktar mot att stabilisera inflation och realekonomi under prognoshorisonen och samtidigt beaktar mer långsiktiga risker förknippade med hushållens höga skulder. Hushållens höga skuldsättning är en del av beslutsunderlaget för penningpolitiken, eftersom det finns risk för stora störningar i realekonomin på längre sikt om hushållen drabbas av problem på grund av husprisfall eller inkomstbortfall eller när räntorna så småningom stiger. Denna risk förstärks av att hushållen har en stor andel bolån till rörlig ränta.

af Jochnick tyckte att det var bra att Finansinspektionen nu genomför en rad åtgärder för att ytterligare stärka bankernas kapital och likviditetssituation. Det gör banksystemet mer robust och stärker möjligheterna att hantera framtida kriser. De åtgärder som hittills aviserats har dock inte varit tillräckliga för att påverka incitamenten för hushållen. Det behövs fler åtgärder än bolånetak och amorteringsrekommendation. Hennes bedömning är att IMF:s åtgärdsförslag också bör övervägas. Man bör vidare bedöma möjligheten att

⁴ Se till exempel IMF artikel IV-konsultationer om Sverige, samt EU kommissionens rapporter om medlemsländernas makroekonomiska obalanser.

begränsa hur stor del av ett bolån som får löpa med rörlig ränta. Slutligen anser hon att alla stenar måste vändas på och då vore det önskvärt med en blocköverskridande politisk överenskommelse om begränsning av ränteavdragen.

Mot bakgrund av att finansiella obalanser i hushållssektorn kan bidra till realekonomiska problem på längre sikt bör därför åtgärder samordnas mellan regeringen och dess myndigheter. Oavsett om det gäller skatteändringar eller andra regelförslag som påverkar kreditgivningen behövs en långsiktig plan och genomförandet bör ske över en längre tidsperiod. Regeländringar för hushållen bör genomföras successivt för att underlätta deras beslut och bidra till stabila regelverk som bromsar upp skulduppbyggnaden.

Beroende på vilka åtgärder regeringen och dess myndigheter beslutar om för att begränsa hushållens skuldsättning så kommer penningpolitiken att påverkas. Riksbankens beräkningar visar till exempel att ett borttagande av ränteavdragen motsvarar en räntehöjning för hushållen motsvarande nästan 2 procentenheter. Det betyder att andra åtgärder än penningpolitik kan spela en stor roll för att motverka obalanser. Riksbanken kommer att så långt som möjligt ta hänsyn till beslutade åtgärder som påverkar hushållens skuldsättning, men i dagsläget vet man inte hur dessa åtgärder påverkar reporäntan längre fram.

af Jochnick anser att en sänkning av reporäntan till 0,5 procent idag är en bättre avvägning än det föreslagna huvudscenariot, givet att det finns en viss sannolikhet för ytterligare sänkning senare i år. Vidare är det hennes bedömning att en första höjning inte bör komma förrän 2016. Hushållens skuldsättning fortsätter att utgöra en risk för en långsiktigt hållbar utveckling.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att inflationen fortsätter att vara låg. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har det kommit in tre nya inflationsutfall, som alla varit lägre än väntat. Det senaste utfallet för maj var knappt 0,2 procentenheter under bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen.

Jansson påminde om att han på det penningpolitiska mötet i april slog fast att hans tolerans för ytterligare nedrevideringar av inflationsutsikterna i närtid hade nått sin undre gräns. Eftersom inflationsutfallen sedan dess leder till att Riksbanken på nytt tvingas revidera ner inflationsprognosen kommer han följaktligen nu att rösta för att reporäntan ska sänkas. Frågan är bara med hur mycket, 0,25 procentenheter eller 0,5 procentenheter.

Det är, enligt Jansson, framförallt två aspekter som talar för att nöja sig med den mindre räntesänkningen. Bägge aspekterna har att göra med riskerna förknippade med hushållens skulder. För det första bidrar givetvis en större räntesänkning, allt annat lika, till en snabbare skulduppbyggnad än en mindre räntesänkning. Av betydelse i sammanhanget är att den större räntesänkningen rimligen har en mer påtaglig påverkan på risken för att hushållen bildar sig orealistiska ränteförväntningar, i meningen att dessa i alltför hög grad styrs av det för stunden mycket låga ränteläget. I så fall underskattar

hushållen storleken på sina framtida ränteutgifter och detta kan så småningom få kännbara negativa konsekvenser för konsumtionen och makroekonomin i stort. För det andra, vilket kanske är ännu viktigare, har stabilitetsrådet och Finansinspektionen hittills inte vidtagit tillräckligt med åtgärder för att hantera riskerna förknippande med hushållens skulder. Som Jansson påpekat tidigare har åtgärder som på olika sätt skärper bankernas kapitalkrav en alltför liten och indirekt påverkan på hushållens skulduppbyggnad. Detta tydliggörs nu också i en av fördjupningsrutorna i utkastet till penningpolitisk rapport.⁵ Högre kapitalkrav är bra då dessa bidrar till att öka det finansiella systemets motståndskraft. Men för att dämpa riskerna med hushållens skulder behövs också åtgärder som mer direkt är inriktade på att påverka utbudet av, och kanske framförallt efterfrågan på, krediter.

Jansson påpekade vidare att såväl finansminister Anders Borg som finansmarknadsminister Peter Norman nyligen har kommunicerat att stabilitetsrådet på sitt möte i november ska lägga fram konkreta förslag på olika alternativ för amorteringskrav. Det är förstås positivt. Men Jansson menade att man ändå inte kommer ifrån att resultatet från stabilitetsrådets möte i maj var klent och utgjorde en besvikelse. Tidigare aviserade kapitalkrav, och några få nya kapitalkrav, ska genomföras. Men inga åtgärder som mer direkt syftar till att dämpa riskerna med hushållens skulder presenterades.⁶ Det är bekymmersamt, inte minst eftersom förstärkningen av det ekonomiska läget och de snabbt stigande bostadspriserna gör att kreditgivningen mycket väl kan skruvas upp ytterligare redan i år. Då riskerar man att hamna på efterkälken, vilket förstås inte gör saker och ting lättare.

Vad är det då som talar för att välja den större reporäntesänkningen? Enligt Janssons sätt att se på saken finns det även i det här fallet framförallt två tunga argument. För det första har inflationen utfallsmässigt fortsatt att överraska på nedsidan. Sedan oktoberutfallet ifjol har 7 av totalt 8 inflationsutfall hamnat under Riksbankens prognos. Det är viktigt att notera att det handlar om prognoser på kort sikt, som normalt har en ganska god träffsäkerhet. Till bilden hör att utfallen inte bara överraskat Riksbanken utan också andra prognosmakare. Det gör det allt mer troligt att det underliggande inflationstrycket är klart lägre än Riksbanken tidigare trott. Att så är fallet stöds också av att inflationsnedgången är bred, vilket framgår tydligt när man studerar olika delkomponenter i KPI.⁷

⁵ Se fördjupningsrutan "Skärpta kapitalkrav för svenska banker – effekter på makroekonomin", Penningpolitisk rapport juli 2014, sid 45.

⁶ Sådana åtgärder efterlystes också av IMF i årets artikel IV-konsultation för Sverige. Se <http://www.imf.org/external/np/ms/2014/061314.htm>.

⁷ Se fördjupningsrutorna "Varför är inflationen låg?", Penningpolitisk rapport juli 2014, sid 35 och "Perspektiv på den låga inflationen", Penningpolitisk rapport februari 2014, sid 37.

Mot den här bakgrunden föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport en omfattande revidering av prognosen för KPIF-inflationen under de närmaste åren, konstaterade Jansson. Vid en jämförelse av den nya prognosen med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april framgår att KPIF-inflationen, mätt som kvartalsgenomsnitt, är nedreviderad med 0,1–0,2 procentenheter samtliga prognoskvartal fram till slutet av 2015. Men omfattningen i prognosrevideringen fångas inte på ett bra sätt genom att bara göra en jämförelse mellan den nya och den gamla inflationsprognosen. Man måste i sammanhanget också beakta att den nya prognosen är betingad på en avsevärt mycket mer expansiv penningpolitik. Jämfört med räntebanan i april rör det sig om en penningpolitisk lättnad som uppgår till drygt 80 räntepunkter i genomsnitt per kvartal under de kommande tre åren. Detta tydliggör att det underliggande inflationstrycket nu bedöms vara påtagligt lägre än tidigare väntat, vilket förstås talar för att penningpolitiken behöver reagera kraftfullt.

Jansson framhöll att det andra tunga argumentet för att satsa på den större räntesänkningen hänger samman med inflationsmålets roll som nominellt ankare. När inflationen ligger klart under målet under en ganska lång tidsperiod är det viktigt att Riksbanken tydliggör sina ambitioner att i ett rimligt tidsperspektiv få upp inflationen. Till bilden hör ju också att målavvikelsen för inflationen under senare tid försämrats ytterligare från ett redan ganska dåligt utgångsläge. Det gör det bara än mer angeläget att Riksbanken lämnar tydliga signaler om att stigande inflation nu går före alla andra hänsyn.

En avsaknad av tydlighet på denna punkt från Riksbankens sida kan i värsta fall leda till att inflationsmålet inte längre uppfyller sin roll som nominellt ankare, fortsatte Jansson. Det skulle bland annat kunna få negativa konsekvenser för lönebildningen, som ju fungerat avsevärt mycket bättre sedan inflationsmålet börjat användas som riktmärke i löneförhandlingarna.⁸ I det här sammanhanget ger naturligtvis en större reporäntesänkning en tydligare signal om Riksbankens intentioner än en mindre räntesänkning.

Jansson menade att det av diskussionen han fört framgår att det i nuläget inte finns något penningpolitiskt beslut som är självklart och inte har några nackdelar. Läget är helt enkelt komplicerat. För egen del hade Jansson i slutänden bestämt sig för att lägga sin röst på den större räntesänkningen, det vill säga att reporäntan nu sänks från 0,75 procent till 0,25 procent. Han framhöll att han helt enkelt tror att en kraftfull penningpolitisk markering nu är det rätta att göra, i ett läge då inflationen ganska länge varit klart under inflationsmålet och det i debatten om penningpolitiken från flera håll och vid upprepade tillfällen rests frågetecken kring vilken status inflationsmålet har.

⁸ Se fördjupningsrutan "Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation", Penningpolitisk rapport juli 2014, sid 41.

Därmed ställde han sig också bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport.

Avslutningsvis ville Jansson kort kommentera sitt ställningstagande vad gäller räntebeslutet idag i ljuset av vad han tidigare sagt om behovet av att i penningpolitiken ta hänsyn till riskerna förknippade med hushållens skulder.⁹ Vid en första anblick kan ju dagens kraftiga förskjutning av penningpolitiken i mer expansiv riktning förefalla vara helt oförenlig med sådana tankar. Som Jansson nämnt tidigare bidrar naturligtvis inte heller den här förändringen till att minska riskerna med hushållens skulder, utan tvärtom bidrar den till att öka dem. Men han har i sina diskussioner av de här frågorna hela tiden varit tydlig med att ett hänsynstagande till riskerna med hushållens skulder inte innebär att penningpolitiken blir fri från svåra avvägningar och gör räntebesluten självklara. I takt med att inflationen sedan senare delen av fjolåret blivit allt lägre har han också tydligt och vid flera tillfällen indikerat förskjutningar i sina penningpolitiska överväganden som gått åt hållet att den mer kortsiktiga inflationsutvecklingen måste ges större betydelse i räntebesluten. Och han har framförallt betonat att priset aldrig får bli att det nominella ankaret äventyras.

Hur blir det då framöver, är riskerna med hushållens skulder nu en gång för alla bortplockade från de penningpolitiska övervägandena? Jansson poängterade att hans svar på den frågan är ett definitivt nej. Men i det läge som nu råder måste Riksbanken prioritera att åstadkomma en stigande inflation. För att tydliggöra den här prioriteringen underströk Jansson att han också håller fast vid sitt tidigare löfte att inte rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han i stort delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ställde sig dock inte bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,25 procent. Ingves slutsatser rörande penningpolitiken ser något annorlunda ut än vad som föreslås. Han förordade en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent och en räntebana där reporäntan ligger kvar på 0,5 procent till 2016 för att sedan långsamt höjas. Det skulle bidra till att få upp inflationen mot målet och samtidigt i närtid något bättre beakta mer långsiktiga risker förknippade med hushållens skuldsättning. En sådan politik kan leda till att inflationen skjuter över målet mot slutet av prognoshorisonten men det såg Ingves inte som något större bekymmer i dagsläget. Han såg heller inget skäl till att överraska på det sätt som nu föreslås.

⁹ Se till exempel Per Jansson (2013), "Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter", anförande vid SvD Bank Summit, Stockholm, och Per Jansson (2014), "Riksbankens penningpolitiska strategi – i takt eller otakt med omvärlden?", anförande på SEB, Stockholm.

Ingves konstaterade att inflationen i Sverige är låg och att den har blivit lägre än Riksbanken räknade med vid ett antal tidigare tillfällen. Att Riksbankens prognoser slagit fel är bekymmersamt och kräver ytterligare analys. Företagens marginaler har utvecklats svagt, vilket stöds av den enkätundersökning som Riksbanken gör i samarbete med Konjunkturinstitutet. Till det kommer att energipriserna har stigit långsamt och livsmedelspriserna utvecklats svagt. En starkare krona har tidigare också bidragit till att dämpa inflationen under vissa perioder men i mindre grad på senare tid. Sammantaget är inflationsprognosen nedreviderad för större delen av prognosperioden. Det är huvudskälet till att penningpolitiken behöver bli mer expansiv. Läget i Sverige är ganska ovanligt med hygglig och stigande tillväxt samtidigt som inflationen är låg.

Samtidigt ansåg Ingves att det är viktigt att notera att inflationen i stora delar av omvärlden också är låg. Också andra har överraskats av lägre inflation än väntat och reviderat ner sina prognoser på senare år. Låg inflation globalt påverkar också vad penningpolitiken kan åstadkomma i Sverige. Den penningpolitiska avvägningen i Sverige påverkas också av hur andra centralbanker reagerar på inflationstrycket och hur det i sin tur påverkar kronans växelkurs och svensk inflationstakt. I en liten öppen ekonomi med fria kapitalflöden är frihetsgraderna begränsade. Det är ett skäl för att räntehöjningar i Sverige kan behöva påbörjas först efter att räntan börjar höjas i stora länder som Storbritannien och USA. Samtidigt är det viktigt med fortsatt väl förankrade inflationsförväntningar, vilket också talar för att skjuta räntehöjningar till 2016. Till en del förklaras det svaga inflationstrycket av att resursutnyttjandet varit lägre än normalt. I Sverige kan det dock noteras att återhämtningen i den reala ekonomin i termer av BNP varit bättre än i flera andra länder efter krisen.

Ingves noterade att den svenska penningpolitiken också har varit expansiv under en längre period. Det är till exempel värt att notera att de sluträntor hushållen möter är lägre i Sverige än i Tyskland, som ju utgör draglok för euroområdet. De finansiella förhållandena försvårar inte penningpolitiken i Sverige. Det finns inte några störningar i den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Det betyder att en räntesänkning i Sverige med all sannolikhet får större effekt än i en ekonomi med störd transmissionsmekanism. Det är ett skäl till att Ingves menar att det kan räcka med att sänka med 25 räntepunkter idag.

Dessutom innebär den penningpolitik som nu diskuteras en ytterligare skärpning av riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Prognosen i huvudscenariot innebär att hushållens skulder ökar under hela prognosperioden. Ingves noterade att detsamma gäller den penningpolitik han förespråkar. Avsaknaden av en fungerande bostadsmarknad utgör ett växande problem för svensk ekonomi. Det beror bland annat på att bostadsmarknaden bidrar till systemrisk i den finansiella sektorn. Om penningpolitiken därtill är mycket expansiv under lång tid kan det bidra till att skapa

felaktiga förväntningar om framtida räntor, ökat risktagande och ökande obalanser ansåg Ingves.

Med en lägre ränta än Riksbanken tidigare har räknat med ökar därför ytterligare behovet av att hantera hushållens höga och ökande skuldsättning med andra medel än penningpolitik. Skuld tillväxten är idag ohållbar och Ingves poängterade att det nu är brådskande att åtgärder vidtas på andra politikområden när det gäller att motverka framväxten av finansiella obalanser.

Han konstaterade att ett införande av kontracykliska kapitalbuffertar ger ett bidrag, men det är relativt litet. Betydligt större effekt ges av slopade ränteavdrag för hushållens bolån. Även en sänkning av bolånetaket med 10 procentenheter eller ett amorteringskrav på till exempel 50 år ger större effekter när det gäller att minska skuldsättningen. Ingves poängterade att åtgärder som påverkar hushållens skuldsättning behöver genomföras i Sverige. Utmaningen att åstadkomma en kontrollerad anpassning har ökat och det är viktigt att agera så snart som möjligt. Fortsatt stigande skuldsättning innebär ökade risker för störningar i den svenska ekonomin. Om den inte hanteras med de verktyg som står till förfogande ökar risken för bakslag som försvårar genomförandet av penningpolitiken längre fram. Då potentiellt med stora och långvariga konsekvenser både för inflation och tillväxt.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget till reporäntebeslut och räntebana i utkastet till penningpolitisk rapport, och även den bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som tecknas där.

Efter det penningpolitiska beslutet i april har inflationen fortsatt att bli överraskande låg, och Riksbanken har gjort en kraftig nedrevidering av det underliggande inflationstrycket. Till detta kommer att ECB har sänkt sin styrränta och signalerat att de kommer att föra en mycket expansiv penningpolitik under lång tid framöver. Marknadens förväntningar på framtida europeiska korträntor har därför fallit, och Riksbanken har reviderat ner prognosen för framtida internationella styrräntor ganska påtagligt (se diagram 1:33 i utkastet till penningpolitisk rapport). Både bedömningen att det svenska inflationstrycket kommer att vara lågt under lång tid och prognosen om låga internationella styrräntor under lång tid medför att ett lägre svenskt ränteläge krävs för att inflationen ska närma sig två procent under prognosperioden.

Som en följd av förslaget att kraftigt sänka reporäntan och reporäntebanan har även prognosen för hushållens skulder i förhållande till inkomsterna reviderats upp. Hushållens höga skuldsättning utgör en risk för ekonomins stabilitet, och denna risk måste hanteras. Flodéns syn är dock att denna risk inte påverkas påtagligt av de olika penningpolitiska handlingsalternativ som är förenliga med Riksbankens nya prognos för inflationstrycket och de internationella styrräntorna. Till exempel visar diagram 2:15 i utkastet till penningpolitisk rapport att hushållens skulder enligt Riksbankens skattningar skulle öka

ungefär lika mycket även om direktionen hade sänkt räntan med 25 i stället för 50 räntepunkter idag. Att prognosen för hushållens skuldkvot är uppreviderad beror alltså inte främst på att reporäntan sänks kraftigt i närtid. Viktigare är att prognosen för hela ränteläget är nedreviderad och att det nu bedöms ta längre tid innan reporäntan kan börja höjas.

Flodén ser det alltså som oundvikligt att Riksbankens direktion nu sänker räntan och lägger en prognos där räntan är låg under en lång tid framöver. Med den utgångspunkten kan man sedan överväga olika tidsprofiler för räntebanan. Av flera skäl menar Flodén att en kraftig reporäntesänkning idag är det mest lämpliga beslutet. En mindre räntesänkning idag skulle, allt annat lika, medföra att det tar ännu längre tid innan inflationen stiger och räntan kan börja höjas. Riskerna förknippade med en låg ränta under lång tid kan då öka.

Ett viktigare argument för att sänka räntan kraftigt idag är att inflationen har varit låg och fallande under en lång tid, och upprepade gånger överraskat på nedsidan. För att bevara förtroendet för penningpolitiken och inflationsmålet behöver i det här läget den kort- och medelsiktiga inflationsutvecklingen prioriteras och åtgärder vidtas för att få inflationen att röra sig mot inflationsmålet rimligt snabbt. Det är därför av särskild vikt att penningpolitiken blir mer expansiv i närtid. Den långa tidsperioden med alltför låg inflation gör också att utrymmet för överraskningar på inflationens nedsida är alltmer begränsat. Flodén ser därför hellre att Riksbankens direktion om något kvartal ser tillbaka på dagens penningpolitiska beslut som onödigt kraftfullt än att en fortsatt låg inflation tvingar fram ytterligare räntesänkningar i höst.

Flodéns bedömning är att den expansiva penningpolitik som nu föreslås är fullt tillräcklig för att KPIF-inflationen med stor sannolikhet ska ligga nära eller över 2 procent i början av 2016. Riksbankens inflationsprognos för 2016 är visserligen högre än de flesta andra bedömares, men den är också kombinerad med en penningpolitik som är betydligt mer expansiv än den som andra förväntar sig. Flodén ser nu även goda förutsättningar för att inflationen ska stiga snabbare än i Riksbankens prognos. Detta kan ske redan på kort sikt om importpriserna stiger som en följd av att kronan försvagas mer än i prognosen efter att det penningpolitiska beslutet offentliggörs.

Även om inflationen på kort sikt skulle överraska på uppsidan kommer det att vara lämpligt att hålla kvar reporäntan på en låg nivå under en lång tid framöver. Eftersom inflationen har varit låg och fallande under en lång period och reporäntan nu börjar närma sig sin lägsta nivå vill Flodén se tydliga tecken på att inflationen varaktigt når högre nivåer innan reporäntan höjs. Sådana tecken kommer att bestå av att KPIF-inflationen och andra mått på underliggande inflation närmar sig 2 procent, och att inflationsförväntningarna stiger.

Om inflationen trots allt fortsätter att bli överraskande låg och penningpolitiken därför behöver bli ännu mer expansiv kommer Flodén, i enlighet med skrivningarna i utkastet till penningpolitisk rapport, i första hand att förespråka en ytterligare sänkning av reporäntan och en anpassning av reporäntebanan.

Avslutningsvis ville Flodén kommentera hur han förväntar sig att dagens reporäntesänkning kommer att bidra till en högre inflation. Det här är ett resonemang som han utvecklade i ett anförande på Saco tidigare i år.¹⁰ Förutsättningarna för en konjunkturuppgång är redan goda men trots detta förväntar sig Riksbanken att inflationstrycket kommer att förbli svagt. Och det är inte främst genom att ytterligare förstärka konjunkturutvecklingen som Flodén förväntar sig att en mer expansiv penningpolitik kommer att bidra till högre inflation, åtminstone inte i närtid. Två faktorer som kan bli viktigare är växelkursen och inflationsförväntningarna. Marknadens förväntningar om en mer expansiv penningpolitik har redan lett till att kronan har försvagats inför dagens penningpolitiska möte. Nu föreslås en penningpolitik som är ännu mer expansiv än dessa förväntningar. Detta bör bidra till att hålla kvar kronan på en klart svagare nivå än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Redan på kort sikt kan den svagare kronan medföra en uppgång i importpriser, vilket direkt innebär att inflationen stiger. Och en högre inflation brukar medföra att inflationsförväntningarna stiger, vilket i sin tur medför högre framtida inflation. Till detta kommer att dagens penningpolitiska beslut förhoppningsvis uppfattas som en tydlig signal om att penningpolitiken kommer att se till att inflationen stiger till 2 procent inom något eller några år. Detta bör också bidra till att inflationsförväntningarna stiger.

Flodéns slutsats av dessa resonemang är alltså att bedömningen av det ekonomiska läget och det framtida inflationstrycket medför att Riksbanken måste föra en mer expansiv penningpolitik och revidera ned prognosen för det svenska ränteläget. Det låga ränteläget gör att riskerna kopplade till hushållens höga skuldsättning ökar. Men andra policyområden måste hantera dessa risker. Och även om detta sker, till exempel genom åtgärder som begränsar hushållens efterfrågan på krediter, förväntar sig Flodén att dagens reporäntesänkning leder till att inflationen stiger snabbare mot eller förbi 2 procent.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde diskussionen genom att anknyta till Ingves och Flodéns tidigare inlägg där de klargjorde att upprevideringen av hushållens skuldkvot inte primärt har att göra med att reporäntan föreslås sänkas med 0,5 procentenheter snarare än 0,25 procentenheter, utan att det har att göra med att ränteläget i omvärlden

¹⁰ Se Martin Flodén (2014) "Den låga inflationen – ska vi oroas och kan vi göra något åt den?", anförande vid Saco 14 maj 2014.

nu bedöms bli lägre, vilket innebär ett lägre ränteläge även i Sverige på lite längre sikt. Ekholm menade att man kan säga att det är en mer expansiv penningpolitik i euroområdet som medför ökad skuldsättning bland svenska hushåll – ett exempel på när de stora ekonomiernas penningpolitik får spillover-effekter i små, öppna ekonomier. Dessa spillover-effekter diskuteras ibland i negativa termer, med krav på att centralbankerna i de stora ekonomierna ska ta hänsyn till effekterna på andra länders ekonomier när de fattar beslut. Ekholms syn är att det som bäst gynnar svensk ekonomi är en snabb återhämtning i euroområdet och om det kräver en ultralätt penningpolitik så är det bra om en sådan förs. Samtidigt medför detta negativa spillover-effekter på svensk ekonomi som måste hanteras, vilket innebär utmaningar för den ekonomiska politiken. Som Ekholm tidigare nämnde anser hon dock att det handlar om utmaningar för makrotillsynen och den ekonomiska politik som står under regeringens kontroll snarare än för penningpolitiken.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde sitt diskussionsinlägg med att konstatera att med det beslut som direktionen idag kommer att fatta, och som hon reserverar sig mot, kommer reporäntan att vara mycket låg och mycket nära noll. Senast reporäntan var så låg i Sverige var 2009 när den ekonomiska utvecklingen var en helt annan. Då stod det i den penningpolitiska rapporten att det var en djup lågkonjunktur, att en låg reporänta under lång tid behövdes för att motverka fall i produktion och sysselsättning. Det ekonomiska läget var alltså ett helt annat än idag. Riksbanken bedömde då att 0,25 procent i praktiken var den nedre gränsen för reporäntan.

Det har nu visat sig att det är möjligt att ha en lägre reporänta än 0,25 procent. Oavsett var den lägsta gränsen ligger så är det hennes bedömning att direktionens möjlighet att påverka räntesättningen gentemot hushåll och företag blir allt mindre och penningpolitikens förmåga att ytterligare stimulera ekonomin nu är begränsad. Det innebär att Riksbanken nu i ökad utsträckning måste arbeta med kommunikation och andra åtgärder som kan påverka räntebildningen i Sverige.

När man följer diskussionen i Sverige om penningpolitiken kan man få känslan av att Sverige och Riksbanken som enda centralbank i världen har haft svårt att uppnå inflationsmålet på 2 procent. af Jochnick pekar på att BIS i sin årsrapport har en bra analys som visar att ett stort antal länder under senare år har haft problem att få upp inflationen till målsatt nivå. BIS analys visar att det i flera fall inte är ett svagt inhemskt resursutnyttjande som är huvudskälet till låg inflation. De hävdar att den inhemska inflationen i allt större utsträckning beror av utvecklingen i världsekonomin, till följd av ökad integration av handel, finansiering och produktion. Låg global inflation dämpar därmed inte enbart ett lands importpriser. Inhemsk inflation påverkas även mer generellt av ökad global konkurrens, minskade handelshinder och transportkostnader, högre rörlighet för varor och arbetskraft och teknologiska framsteg. Denna utveckling innebär, enligt BIS, en svår utmaning för många centralbanker. Penningpolitikens effektivitet vid

mycket låg inflation är begränsad. Dels pekar man på det välkända nollräntedilemmat. Dels pekar man på risken för att låga styrräntor alltför länge bygger upp ohållbara finansiella obalanser, ökar risktagandet och bidrar till felallokeringar av både kapital och arbetskraft. af Jochnicks slutsats av rapporten för svensk del är att det är viktigt att Riksbanken fortsätter att utveckla sin forskning, analys och modeller så att man allt bättre förstår och kan förutse hur globaliseringen i alla dess olika aspekter påverkar den svenska inflationsutvecklingen.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** ville säga några ord om en omständighet i reporäntebanan, nämligen att den för kommande kvartal ligger på 0,22 procent, vilket är lägre än den gjorde förra gången Riksbanken höll reporäntan på 0,25 procent, mellan juli 2009 och juli 2010. Frågan om vad som är en styrräntas lägre gräns har diskuterats flitigt sedan en rad centralbanker fått anledning att pröva den. Två besläktade faktorer är centrala när man ska ta ställning till nivån, dels att värna penningpolitikens transmissionsmekanism och dels de finansiella marknadernas funktionssätt. Omständigheter som rådde 2009 präglades av ganska begränsad och i huvudsak teoretisk kunskap. En slutsats Riksbanken drog då var att 0,25 procent inte var ett problem, men att flertalet i den dåvarande direktionen var skeptiska till om det var möjligt att sänka reporäntan mer.

Sedan dess har erfarenheterna blivit fler runt om i världen. En slutsats är att styrräntan kan gå nära noll och ligga där en längre tid utan att transmissionsmekanismen förefaller störas. En annan slutsats är att den penningpolitiska verktygslådan inte är slut för att styrräntan når nära nollgränsen. Den har kompletterats med olika typer av extraordinära åtgärder, vars innehåll och längd har skiftat i olika länder beroende på vilka nationella utmaningar centralbanken har att tampas med.

Skingsley menade att dagens prognoser och beslut från Riksbanken leder till en tillräckligt snabb måluppfyllelse. Men skulle penningpolitiken behöva bli ytterligare mer expansiv, bedömde hon att det finns ett ytterligare marginellt utrymme för att sänka reporäntan, förutom möjligheten att senarelägga och ändra tidsförloppet för framtida höjningar.

Hon ville även ta upp en sak som Ekholm nämnde, om att flera internationella organisationer, nu senast IMF och BIS, uttryckt vissa varningar om den lågräntepolitik som generellt förs internationellt. Skingsley har respekt för att man kanske inte delar deras slutsatser, men hon har svårt att tro att skälet till dessa organisationers varningar skulle botten i att organisationernas företrädare inte själva är beslutsfattare. Just IMF styrs ju ytterst, och finansieras av, nationella beslutsfattare i medlemsländerna. Därutöver, menade Skingsley, att varningarna inte var obefogade. Det är nog ganska okontroversiellt att påstå att snabbt växande skulder orsakade den globala finanskrisen och att räntenivåer och kreditgivning har betydelse för skuldsättningsbeslut. En lärdom av finanskrisen var att prisstabilitet inte är tillräckligt för att undvika finansiella obalanser i en

ekonomi utan att även andra ekonomisk-politiska åtgärder kan behövas. Att bedriva penningpolitik inom ramen för en inflationsmålsregim, men göra det på ett sådant sätt att man söker undvika att politiken medverkar till finanskriser ser Skingsley inte som odemokratiskt utan som förenligt med det uppdrag som Riksdagen har delegerat till Riksbanken.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde sitt diskussionsinlägg med att säga att det finns flera skäl till att penningpolitiken kan behöva luta sig mot vinden, som också diskuteras brett internationellt. Frågan har varit aktuell länge i Riksbanken, inte bara under Ingves tid i direktionen. Risken för att tillgångspriser och skuldsättning utvecklas på ett sätt som inte är hållbart på längre sikt kan behöva vägas in i de penningpolitiska besluten. Analysapparaten behöver också förbättras för att hantera det synsättet.

Nya makrotillsynsåtgärder är nu på väg att införas men de är oprövade, så här långt för svaga och det är svårt att veta hur effektiva de kommer att vara i praktiken. En mycket expansiv penningpolitik alltför länge kan dessutom öka risktagandet och försvåra för makrotillsynen. Till det kommer svårigheten att fatta för dagen impopulära politiska beslut som dämpar hushållens skulduppbyggnad. Ingves påpekade att om utlåningen till hushållen skulle börja accelerera skulle ekonomin hamna i ett mycket besvärligt läge, vilket skulle försvåra den penningpolitiska avvägningen.

Ingves ville också peka på några andra problem som påverkar den penningpolitiska avvägningen. Sambandet mellan realekonomiska variabler och inflation verkar inte vara särskilt stabila, speciellt inte efter krisen. Ingves ställde sig därför alltmer tveksam till om modellvärldens prydliga samband fortfarande håller. Det är också allmänt vedertaget att växelkursbedömningar är genuint svåra. De underlättas inte heller av att det efter krisen råder stor osäkerhet om den långsiktiga nivån för räntan, både i omvärlden och i Sverige, och vilka åtgärder andra centralbanker kommer att vidta framöver. Återhämtningen är vidare ojämn både avseende tillväxt och räntepolitik på olika håll i världen. Då är det inte heller helt lätt att positionera den svenska penningpolitiken. Mot den bakgrunden påpekade han att man får vara beredd på volatilitet och tvära kast längre fram.

Till detta kommer fortsatt osäkerhet om globaliseringens effekter på ekonomin. Ökad konkurrens från företag i omvärlden är en faktor som kan pressa de svenska företagens marginaler och hålla nere inflationstrycket mer än väntat framöver. Å andra sidan kan det osäkra geopolitiska läget påverka energipriserna, driva upp inflationen framöver, och påverka växelkurserna även om det är svårt att siffrasätta i nuläget.

Ingves konstaterade slutligen att det alltså finns både nedåt- och uppåtrisker för inflationen. Man får alltid vara beredd på att penningpolitiken kan bli en annan än den som nu föreslås. Skulle det visa sig att penningpolitiken behöver bli ännu mer expansiv kan Riksbankens direktion behöva sänka räntan ned mot nollräntegränsen. Och skulle det inte räcka så finns det en katalog av kompletterande åtgärder som vore möjliga att vidta.

Ingves kan dock inte se att det är aktuellt i dagsläget mot bakgrund av den prognos som nu görs. Han hoppas dock att alla är överens om att det brådskar med andra åtgärder än enbart penningpolitik för att bromsa hushållens skuldsättning. Sker inte det kan räntan behöva höjas snabbare än vad som bedöms i dagsläget.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** tyckte med anledning av att Skingsley tog upp hennes kommentarer om IMF att hon behövde komma med ett klargörande. Det Ekholm anförde handlade specifikt om IMF:s uttalande i samband med deras artikel IV-konsultation i Sverige. Ekholm tycker att det är besynnerligt att rekommendera en centralbank med ett inflationsmål att göra penningpolitiken stramare om riskerna som utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten ökar. En stramare penningpolitik i ett läge med redan mycket låg inflation kan väntas medföra att det uppstår reella deflationsrisker. Nu är kanske inte denna rekommendation representativ för hur IMF ser på penningpolitikens roll. IMF:s chef, Christine Lagarde, har till exempel tidigare uttalat en tydlig rekommendation om en mer expansiv penningpolitik i euroområdet just för att motverka deflationsrisk. Det tycks också som om IMF:s rekommendationer i andra länder med likartad situation när det gäller inflation och skuldsättning skiljer sig något från den som gavs för Sverige i mitten av juni.

Vidare ville Ekholm säga något om bedömningen om vad som är reporäntans nedre gräns, eftersom både af Jochnick och Skingsley tagit upp detta i sina inlägg. Ekholm var med vid tiden då reporäntans nedre gräns bedömdes vara 0,25 procent och var en av dem som inte ville sänka räntan lägre än så med hänvisning till att det rådde stor osäkerhet om vad effekterna av detta skulle bli på de finansiella marknaderna. Riksbanken var då ganska osäker på om reporäntan kunde sänkas till en nivå under 0,25 procent och genomförde en hel del analyser av vad en ännu lägre reporänta skulle kunna få för konsekvenser. Ekholms minnesbild är att det man till slut kom fram till var att reporäntan kunde sänkas till en ännu lägre nivå, men vid det laget uppfattade Ekholm själv och flertalet andra i Riksbankens direktion att det inte längre fanns något behov av att göra penningpolitiken mer expansiv.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** tackade för Ekholms förtydligande. Men hon ville betona att i IMF:s avsnitt om aktuell penningpolitik konstateras också att väsentligt avvikande inflationsförväntningar skulle kunna motivera en lättare penningpolitik. På det hela taget ansåg hon att artikel IV-rapporten om Sverige ganska väl fångar de svåra avvägningar Riksbanken har att göra och att IMF:s rekommendationer för att dämpa skuldefterfrågan var väl värda att ta ställning till.

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

För omvärlden som helhet väntas en successiv förbättring av konjunkturen de närmaste åren. Samtidigt är det globala inflationstrycket fortsatt lågt och prognosen för internationella styrräntor är nedreviderad. Den svenska konjunkturen stärks och hushållens skulder som andel av disponibel inkomst bedöms öka mer än i föregående prognos. Samtidigt har inflationen blivit lägre än väntat, och inflationstrycket bedöms vara tydligt lägre. Med den förda penningpolitiken bedöms KPIF-inflationen stiga mot slutet av året och nå 2 procent i början av 2016.

Direktionen var enig om att det nu behövs en ännu mer expansiv penningpolitik mot bakgrund av att inflationen har blivit lägre än väntat, att inflationstrycket bedöms bli lägre och att prognosen för internationella styrräntor är nedreviderad.

En lägre ränta och räntebana än i bedömningen i april behövs för att inflationen ska stiga mot målet tillräckligt snabbt för att säkerställa att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid 2 procent. Samtidigt innebär det låga ränteläget att risken ökar för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Direktionen var därför enig om att det nu är ännu mer angeläget att andra politikområden vidtar åtgärder för att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden.

Olika ledamöter gjorde dock olika bedömningar om hur mycket reporäntan behövde sänkas vid detta penningpolitiska möte. En majoritet bedömde att det var lämpligt att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,25 procent. De bedömde också att det är lämpligt att senarelägga en första höjning till slutet av 2015. Då bedöms räntan successivt börja höjas för att uppgå till strax över 2 procent under senare delen av 2017. Syftet med den kraftiga sänkningen av reporäntan och revideringen av reporäntebanan är att sända en tydlig signal om att en stigande inflation nu är den viktigaste uppgiften för penningpolitiken.

Två ledamöter förespråkade en sänkning med 0,25 procentenheter till 0,5 procent. De bedömde även att det är lämpligt att senarelägga en första höjning men till 2016 och att reporäntan därefter höjs långsamt. Dessa ledamöter delade synen att det är viktigt att inflationen närmar sig målet inom en snar framtid, men att detta förslag skulle vara en bättre avvägning för att nå inflationsmålet samtidigt som hushållens höga skuldsättning i någon mån beaktas.

På mötet diskuterades penningpolitik i en liten öppen ekonomi och hur Sverige positionerar sig i ett internationellt sammanhang mot bakgrund av att återhämtningen är ojämn på olika håll i världen avseende tillväxt och att räntepolitiken också skiljer sig åt. Direktionen diskuterade även behovet av att åtgärder vidtas för att hantera risker med hushållens skuldsättning.

Ingves konstaterade att det förslag av sänkning av reporäntan som majoriteten förespråkade skulle innebära att inlåningsräntan blir -0,5 procent.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 3 juli 2014 kl. 9.30,
- att sänka reporäntan till 0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 9 juli 2014,
- att torsdagen den 3 juli 2014 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 16 juli 2014 kl. 9.30.

Riksbankschef Stefan Ingves och förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan till 0,25 procent och mot reporäntebanan i den penningpolitiska rapporten.

De förordade en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent och en räntebana där reporäntan ligger kvar på 0,5 procent till 2016, för att därefter långsamt höjas. Då uppnås också inflationsmålet samtidigt som man i viss mån beaktar riskerna med hushållens skuldsättning. De såg heller inget skäl till att överraska på det sätt som nu kommer att ske.

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