

Offentlig utfrågning om den aktuella  
penningpolitiken den 27 september  
2016

ISSN 1653-0942  
ISBN 978-91-87541-69-8  
Riksdagstryckeriet, Stockholm, 2016

## Förord

Finansutskottet bjöd den 27 september 2016 in till en offentlig utfrågning i riksdagen om den aktuella penningpolitiken med riksbankschef Stefan Ingves och vice riksbankschef Per Jansson. I det följande redovisas en utskrift av de stenografiska uppteckningar som gjordes vid utfrågningen och de bilder som visades av föredragshållarna under deras presentationer.

## Stenografisk utskrift från den offentliga utfrågningen

*Ordföranden:* Ni är hjärtligt välkomna till riksdagens förstakammarsal, där vi i finansutskottet ska hålla en utfrågning om den aktuella penningpolitiken. För att genomföra den på ett meningsfullt sätt har riksbankschef Stefan Ingves och vice riksbankschef Per Jansson kommit hit. De inleder, och därefter får utskottets ledamöter möjlighet att ställa frågor. Vi tar partierna i storleksordning. Vi börjar alltså med att ge ordet till riksbankschef Stefan Ingves.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Stort tack för att jag än en gång får vara här och berätta om penningpolitiken, den här gången tillsammans med Per Jansson. I dag ska jag bland annat berätta om den allmänna ekonomiska utvecklingen i vår omvärld och i Sverige. Jag kommer att beskriva inflationsutsikterna och hur penningpolitiken ser ut i dagsläget. Till sist kommer jag att ta upp några viktiga frågor som berör oss på Riksbanken.

Först ska jag alltså ta upp konjunkturutsikterna. I en öppen ekonomi som den svenska spelar det alltid stor roll vad som sker i vår omvärld. Att Sverige är en liten, öppen ekonomi har jag i min powerpointpresentation – ni ser den på skärmen – försökt illustrera genom att visa hur olika andelar av Sveriges utrikeshandel ser ut. Detta diagram mäter utrikeshandeln i termer av vad vi brukar kalla KIX, vilket också spelar en viss roll när vi räknar på en växelkurs i index.

Vad man ser väldigt tydligt här är att 47 procent av utrikeshandeln är handel med euroområdet. På ett eller annat sätt är alltså euroområdet ganska dominant, och det betyder att vi i stor utsträckning är beroende av vad som sker där. Det betyder naturligtvis också att en låg eller svag tillväxt i euroområdet påverkar oss på ett eller annat sätt. Det som har hänt under de senaste tio åren är att euroområdets och även USA:s betydelse har blivit lite mindre än tidigare, men det går väldigt sakt. De som har vuxit är de så kallade BRIK-länderna, det vill säga Brasilien, Ryssland, Indien och Kina. Samtidigt ska man komma ihåg att till exempel Brasilien har en hel del stora ekonomiska problem i dagsläget, vilket betyder att det fortsättningsvis nog är så att det som sker i Europa och i vårt närområde spelar ganska stor roll.

Om man då refererar till sommarens diskussion om brexit, vilket jag återkommer till, ser man här att handelsandelarna är ganska lika när det gäller våra grannländer, Storbritannien och USA. Oaktat att handelsandelarna inte är så väldigt stora leder brexit till en hel del osäkerhet och en väldig diskussion om vart Europa är på väg och vad som kommer att hända här. Ett sätt att illustrera detta är att titta på hur man ser på det i den brittiska ekonomin. Det jag visar nu är en enkät som Bank of England publicerade i augusti inför sin inflationsrapport. Bank of England har frågat ett antal olika sektorer inom den

brittiska ekonomin hur man ser på konsekvenserna av brexit avseende investeringar och nyanställningar, och minus här betyder att man ser det som någonting negativt.

De som ser det som minst negativt när det gäller investeringar och nyanställningar i det här sammanhanget är tillverkningsindustrin, och de som tycker att det är mest negativt – längst ut till höger – är byggsektorn. Skälet till att det ser ut så här är måhända också en konsekvens av att pundet har försvagats ganska kraftigt under den här perioden, och tillväxtindustrin har naturligtvis en viss nytta av det. Så här långt finns det inte några sådana effekter på andra länder över huvud taget, utan detta är väldigt mycket ett brittiskt perspektiv. Men det skapar naturligtvis en stor osäkerhet, inte minst politiskt, om vad som kan hända härnäst, och när det gäller allmän ekonomisk utveckling är osäkerhet i grunden egentligen aldrig bra.

När det gäller Europa och vad som sker där står det europeiska banksystemet dessvärre fortsättningsvis, nästan tio år efter den stora finanskrisen, inför stora utmaningar. Det är naturligtvis någonting som hämmar den ekonomiska utvecklingen i Europa. Graferna till vänster visar staplar som anger andelen dåliga lån, alltså lån där man inte betalar ränta eller amorteringar på minst 90 dagar. Som ni ser är de dåliga lånen dessvärre ganska stora på olika håll, även om motståndskraften i det europeiska banksystemet i dag är bättre än den var för säg fem eller tio år sedan.

Detta är naturligtvis någonting som leder till svårigheter när det gäller att få fart på tillväxten i Europa. Det är också så att detta inte bara är en fråga om dåliga lån, utan europeiska banker har i allmänhet dålig lönsamhet i vid mening. Det innebär att det europeiska bankväsendet sannolikt står inför en ganska stor strukturomvandling de kommande åren om man ska få detta att fungera. På höger sida av bilden ser vi konsekvenserna av detta, där den gula grafen med en cirkel omkring sig visar börsutvecklingen i största allmänhet men också börsutvecklingen för europeiska banker. Där ser ni att det är en mycket stor skillnad när det gäller den utvecklingen, och det är naturligtvis ett bekymmer.

Om man sedan tittar på världen i vid mening ser man att återhämtningen i omvärlden fortsätter men att den fortsätter i ganska måttlig takt. Jag började med att säga en del om den brittiska utvecklingen, och där har hushåll och företag blivit mer pessimistiska. Det innebär, som ni ser på grafen, att det finns ett ganska stort V, alltså ett hack nedåt. Det är vår bedömning att tillväxten i den brittiska ekonomin kommer att bli betydligt lägre än tidigare, i varje fall under anpassningsperioden då man inte vet hur det blir och vad konsekvenserna av brexit blir.

Samtidigt är tillväxten sakta på väg upp, såvitt vi kan se i euroområdet, men man ligger ändå lite under 2 procent under hela den här tidsperioden. Det spelar naturligtvis roll för svensk ekonomi. Konjunkturen fortsätter att stärkas i den amerikanska ekonomin, och där ligger man – som så många gånger tidigare när man jämför den amerikanska ekonomin med den europeiska – i genomsnitt på en högre tillväxt. Allt detta stöds i dagsläget av en mycket

expansiv penningpolitik på många olika håll i världen. Det som är viktigt för svensk ekonomi är att det fortsätter på det sätt vi beskriver, för det är viktigt för svensk ekonomi att det sker en gradvis förstärkning av konjunkturen i omvärlden på det sätt som vi betraktar den.

När det gäller inte minst penningpolitiken lever vi i en öppen ekonomi som den svenska samtidigt med stora kapitalflöden. Då gäller det också att hålla ett öga på vad som händer med omvärldsrentorna och vad som sker med den allmänna räntenivån i vår omvärld. Detta kan man illustrera på många olika sätt, och i det här sammanhanget har jag valt att illustrera det med löptiden på tysk statsskuld, löptiden på den svenska statsskulden och hur det ser ut. Här börjar jag med att visa hur det såg ut i februari 2015, det vill säga strax innan vi sänkte räntan till negativ nivå i Sverige.

Om vi inte skulle följa med när rentorna sjunker i omvärlden – om räntenivån skulle förbli betydligt högre i Sverige än runt omkring oss – är det ganska sannolikt att kronan skulle stärkas. Importpriserna skulle bli lägre, och vi skulle få allt svårare att få upp inflationstakten till det inflationsmål om 2 procent som vi har.

Låt mig då illustrera vad som har hänt därefter. Om man tittar på vad som har hänt med räntenivån i Tyskland – eller i grunden kan vi väl säga räntenivån i Europa liksom på många andra håll, och den svenska räntenivån – ser man att rentorna, med mättdpunkten den 20 september, har åkt ned ganska rejält både i Sverige och i Tyskland. Man ser på den blå grafen, som visar Sverige, att svenska staten får betalt för att låna nästan hela vägen ut till tio års löptid. Detta är självfallet väldigt ovanligt, men det är så världen ser ut i dag. Att inte sänka räntan för svenskt vidkommande hade sannolikt påverkat växelkursen.

Jag går vidare och visar hur detta ser ut på växelkurssidan, där en svagare växelkurs är ett högre tal för KIX. Här ser ni att växelkursen försvagades mellan 2013 och 2015, och sedan började den stärkas igen. Det som har varit viktigt under senare år är att förvissa sig om att växelkursen inte stärks för fort, för då är det naturligtvis ännu svårare att få upp inflationen till 2 procent. Sedan har växelkursen återigen försvagats en del under den senaste perioden, det vill säga 2016, även om det är så att vi föreställer oss att växelkursen gradvis kommer att stärkas när tiden går. Det är framför allt en konsekvens av att tillväxten i den svenska ekonomin och den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige är bättre än i många andra länder. Det viktiga och centrala i det här sammanhanget är dock att det går ganska långsamt.

Ytterligare ett sätt att illustrera växelkursens betydelse i det här sammanhanget är den graf jag visar nu. Den röda linjen visar växelkursförändringen på tolv månadersbasis, alltså ett år bakåt i tiden, mätt i procent. Den blå linjen visar vad som har hänt med importpriserna under samma tidsperiod. Ni ser här att importpriser och växelkurs följs åt väldigt tydligt. Under en period då kronan försvagas stiger därför också importpriserna. Det är precis så det fungerar eftersom det blir dyrare att importera. Detta betyder kort och gott att det, även om det finns en viss eftersläpning till inflationen i det här sammanhanget, spelar ganska stor roll

vad som händer på växelkurssidan. Skulle vi få en kraftig förstärkning av den svenska kronan är det naturligtvis svårt att hantera detta, för då får man räkna med att importpriserna faller.

Det var lite bakgrund. När det gäller hur det ser ut med den svenska konjunkturutvecklingen står Sverige i dagsläget konjunktorellt starkt i en osäker omvärld. Det är till en del en konsekvens av den mycket expansiva penningpolitik vi för i dagsläget. Ett sätt att beskriva detta när det gäller tillväxten är att använda tre tillväxttal. Tillväxten förra året blev 4,2, och i år räknar vi enligt vår prognos med 3,2 i tillväxt. Nästa år räknar vi med 2,2 i tillväxt. Det innebär att vi under den här perioden har en tillväxt i svensk ekonomi som ligger över genomsnittet när det gäller svensk tillväxt under normala omständigheter. Det får man nog hävda är en god ekonomisk utveckling i Sverige för närvarande.

En annan konsekvens av detta är att arbetslösheten sjunker. Den sjunker gradvis, men vår bedömning är att det inte händer så mycket där utan att vi närmar oss botten på arbetslösheten. En del av detta är också en konsekvens av att väldigt många nyanlända kommer att bli en del av arbetskraften under något år framåt i tiden, vilket leder till att arbetslösheten går sakta uppåt.

Det som är vår hjärtefråga i det här sammanhanget är inflationen, och på bilden jag visar nu ser man inflationsutvecklingen under senare år. I det här sammanhanget illustreras detta av tjänsteprisutvecklingen, vilket är den röda grafen, och varupriser, vilket är den blå grafen. Man får räkna med att varupriserna innehåller ett förhållandevis stort importinnehåll, så ett annat sätt att tänka på detta är att beskriva det i termer av hemmaproducerade varor och import. Tjänster är i allt väsentligt hemmaproducerade, för det är svårt att importera till exempel en hårklippning. Vad man ser här – och det är viktigt i sammanhang där man funderar på inflationstakten – är att varupriserna under lång tid har antingen stått helt stilla eller fallit en del. För att man ska få en inflationstakt på 2 procent krävs det att tjänsteprisökningarna egentligen ligger lite högre än 2 procent.

När man tittar på båda de här graferna ser vi att trenden uppåt har varit tydlig under senare år. Å ena sidan bottnade inflationstakten på låga nivåer i slutet av 2013 och i början av 2014, men ända sedan dess har inflationstakten varit på väg uppåt. I det avseendet är trenden tydlig: Priserna är på väg upp. Det som är intressant och viktigt är inte minst detta med tjänstepriserna. Där är priserna på väg uppåt när det gäller till exempel restaurangbesök, olika tjänster som har med bilar att göra, skönhetsvård och en del andra saker. Det mesta av detta är enligt vår bedömning en konsekvens av konjunkturläget, för det finns i dag en bred uppgång i tjänstepriser. Det bör innebära att inflationen fortsätter att stiga.

När det gäller penningpolitiken i dagsläget är vår bedömning att penningpolitiken kommer att vara fortsatt mycket expansiv, så att vi får upp inflationen till vårt inflationsmål om 2 procent. Vid vårt senaste beslut lämnade vi reporäntan oförändrad på -0,5 procent. Vi väntar oss att höja räntan långsamt först under andra halvåret 2017, och vi fortsätter att köpa både

nominella och reala statsobligationer under loppet av det här året. I slutet av året kommer vi att ha köpt statsobligationer för ungefär 245 miljarder kronor, vilket ni ser på staplarna till höger på bilden. Det som sker om vi köper låt oss säga en tioårig statsobligation är att vi betalar med nya pengar. Det innebär att en konsekvens av köpen är att vi kort och gott har skapat 245 miljarder nya pengar i systemet, och de finner så småningom på ett eller annat sätt sin väg till ökad efterfrågan. Det leder då till stigande inflation.

När det gäller vår inflationsprognos i dagsläget kan man titta på de olika indexen. Först har vi KPIF, som är den vi tittar på för det mesta i närtid. Det är alltså KPI med fast ränta, och i dagsläget ligger den just under 1,5 procent. KPI har stigit och är nu runt 1 procent. Om man tittar på dessa olika index är bedömningen att de allihop kommer att ligga i närheten av 2 procent under loppet av 2017.

För att vi ska lyckas med detta i den här världen är det samtidigt väldigt viktigt att vi på lång sikt hanterar frågan om hushållens skulder. Det är nämligen en evigt återkommande fråga eftersom vi har en stor obalans på bostadsmarknaden. Skuldsättningen i hushållssektorn har alltför länge ökat stadigt, och om ingenting görs kommer den sannolikt att fortsätta öka. Det innebär att riskerna i systemet bara blir större och större hela tiden.

Här har jag listat ett antal åtgärder som är angelägna på ett eller annat sätt. Det gäller till exempel att se över hyressättningssystemet, se över fastighetsbeskattningen och öka bostadsbyggandet. Sedan har vi de mer finanssektorsorienterade åtgärderna, som bolånetak, skuldkvotstak, ränteavdrag och riskvikter. Så här långt när det gäller att hantera dessa frågor och dessa tilltagande obalanser i Sverige hanterar vi framför allt nyutlåningen – men inte stocken av utestående lån. Det innebär att det med nuvarande sammansättning av åtgärder kommer att ta mycket lång tid att hantera dessa frågor, och det ökar hela tiden riskerna i den svenska ekonomin.

När det gäller vad vi sysslar med på Riksbanken och några viktiga frågor som vi har att ta ställning till framöver rör det självfallet de penningpolitiska besluten. Jag har gått igenom dem och redogjort för hur vi ser på utvecklingen i dagsläget. En stor fråga är utvecklingen och penningpolitiken i omvärlden. Det gäller inte minst det faktum att penningpolitiken i omvärlden spretar för närvarande, såvitt vi kan se. De stora centralbankerna ECB och Federal Reserve är nämligen på väg åt helt olika håll. Då måste Sverige som land och centralbank positionera oss någonstans i den världen.

Det är viktigt att inflationen fortsätter stiga så att vi når vårt mål på 2 procent, vilket vi föreställer oss ska ske nästa år. Vi har också en fortsatt hög beredskap om det är så att våra prognoser skulle visa sig inte stämma och världen blir helt annorlunda. Det är inte på något sätt så att vi har uttömt den verktygslåda som står till vårt förfogande.

Jag ska nämna lite mer långsiktiga frågor som finns här. Från riksdagens sida pågår en översyn av riksbankslagen, och den kommer att pågå under några år. Vi får se vad som kommer ut av den. Vi har själva väckt frågan om målvariabel och intervall, för det är en fråga som i grunden har levt ända sedan



1995 då vi valde KPI som målvariabel. Vi har funderat på det på vår kant och många gånger sagt att det är viktigt och värdefullt att vi har en bred diskussion om vilken väg vi ska gå.

Samtidigt jobbar vi, på riksdagens begäran, med att titta på vilka erfarenheter vi har av en egen ränteprogno. Det kommer vi att återkomma till under loppet av nästa år, och då slumpar det sig också så att detta med räntebana firar tioårsjubileum. Det är alltså lämpligt att ställa sig frågan om det är ett bra sätt att gå till väga eller om vi behöver göra en del justeringar där.

*Ordföranden:* Tack för det! Då ger jag ordet till vice riksbankschefen för kompletteringar.

*Per Jansson, Riksbanken:* Jag tänkte lägga mitt krut på att prata lite mer om skälen till att vi bedriver penningpolitiken på det sätt vi gör. Som Stefan var inne på är ju penningpolitiken väldigt ovanlig, både i Sverige och i många andra länder, och därför är det viktigt att vi fördjupar argumenten för att vi ändå är övertygade om att det är rätt saker vi gör. Liksom Stefan tänkte jag även blicka lite framåt mot ett antal aspekter som jag tror kommer att bli betydelsefulla i den fortsatta diskussionen om penningpolitiken i närtid.

Den bild jag visar nu innehåller ett antal klipp från tidningar under senare tid. Det är kommentarer till penningpolitiken. Ni behöver inte titta på varje enskild kommentar, men det är helt klart ganska hårda ord och tuffa formuleringar. Det pratas om att Riksbanken bedriver ett experiment, att svenskar blir fattigare och så vidare. Det finns alltså ett stort behov av att föra en diskussion och en dialog om penningpolitiken. Det är viktigt för oss att vi förmår förklara på vilket sätt vi ser att fördelarna med den politik vi bedriver överväger nackdelarna. Åtminstone tror vi att det är så; facit har vi kanske inte tillgång till ännu.

Med det som inledning tycker jag att det till en början är viktigt att understryka att det inte finns några enkla vägval som är befriade från svårigheter eller där det bara finns fördelar. Alla olika strategier har både för- och nackdelar, och när man fattar beslut i penningpolitiken handlar det i hög grad om att försöka väga olika risker mot varandra.

En viktig omständighet som vi, en liten och öppen ekonomi, särskilt måste förhålla oss till – även om det gäller alla länder – är att vi har haft en period med fallande globala reala räntor. Det har pågått under en väldigt lång tid; det handlar om flera decenniers fall i ränteläget. De inflationsmål som infördes har spelat en viss roll i och med att nominella räntor har kunnat komma ned när inflationen har blivit lägre, men vi har också haft en period med demografiska förändringar globalt. Vi har också haft ett överskott i sparande och underskott i investeringar, vilket har satt press på ränteläget.

Varför spelar då detta roll? Ja, lite förenklat kan man säga att det penningpolitiken kan göra genom att påverka korta nominella räntor är att variera räntorna runt den här trenden. Man kan inte varaktigt avvika från den

här trenden, för den naglar ändå fast den allmänna räntenivån. Det är viktigt att komma ihåg. Det är inte bara centralbanksåtgärderna vi nu ser som spelar roll, utan även strukturella skeenden i bakgrunden pressar ned ränteläget.

När det gäller mer specifikt svenska omständigheter är inflationsmålet roll i Sverige en aspekt jag gärna lyfter fram. Vi gjorde ett antal väldigt viktiga förändringar i den ekonomiska politiken efter 1990-talskrisen. Det var framför allt förändringar i finanspolitiken som var helt centrala, förändringar i lönebildningen, och så infördes även inflationsmålet. Inflationsmålet har varit en av de viktiga delarna för att få ordning på lönebildningen i Sverige. Det är en slående skillnad – numera fungerar lönebildningen och har egentligen gjort det sedan den senare delen av 1990-talet och framåt. Det kan jämföras med hur det var tidigare, då man kan kanske till och med kan påstå att lönebildningen var den primära källan till osäkerhet och störningar i Sverige. Numera kännetecknas löneteckningen dessbättre av en hög grad av stabilitet, och i alla fall jag tror att ordning och reda i pris- och lönebildningen har spelat stor roll.

Som ni såg på Stefans bilder har vi haft en lång period med låg inflation. Åtminstone sedan hösten 2011 har vi legat ordentligt under målet på 2 procent. Här pratar vi inte om några tiondelar, utan inflationen har legat runt 0 procent till ½ procent. Inflationen föll lite grann i Sverige innan den började falla mer generellt i Europa. Det har i förlängningen lett till att vi har fått problem med trovärdigheten för inflationsmålet, vilket vi kan läsa av i till exempel enkätundersökningar där människor tillfrågas vad de tror att inflationen ska bli om ett, två och fem år.

När det gäller förväntningarna på fem år har Riksbanken haft ganska mycket tid på sig att åtgärda ett eventuellt inflationsproblem, och ligger förväntningarna då under 2 procent är det en signal att man inte tror att vi ens efter fem år – när Riksbanken haft möjlighet att vidta åtgärder – kommer att vara i närheten av inflationsmålet. Vi hade ett läge runt årsskiftet 2014/2015 där förväntningarna var nere och tassade kring 1 ½ procent. Då är man i en avvikelse som är i närheten av ett läge där det blir svårt att hävda att vi har ett nominellt ankare i Sverige. Hela poängen med inflationsmålsregimen är ju att förankra dessa med långsiktiga förväntningar som sedan i sin tur blir en viktig utgångspunkt i lönebildningar och annat. Det är alltså också ett viktigt skäl.

Som Stefan var inne på är vi ju en liten öppen ekonomi, och Stefan visade väldigt tydligt att växelkursen spelar mycket stor roll för den importerade inflationen. Det är dock inte så att man kan separera inflationsproblem från andra typer av ekonomiska problem. Får vi stora förstärkningar i växelkursen kommer vi också att få problem med exporten i Sverige och i förlängningen med realekonomin. Den aspekten skulle jag gärna vilja borra i ytterligare, för jag upplever att den kanske inte riktigt, numera i alla fall, värderas på det sätt som jag tycker att den förtjänar.

Till vänster har ni en bild som visar kronans utveckling mot euron. Det är den mörkblå kurvan. Sedan har vi en röd kurva som är dollarns utveckling mot euron. Den ljusblå är det brittiska pundet mot euron. En rörelse nedåt i de här

kurvorna betyder en starkare växelkurs; uppåt är en svagare växelkurs mot euron.

Läget under 2014 var sådant att vi hade sett ganska omfattande förstärkningar av både pundet och dollarn i storleksordningen 15–20 procent under ingången av 2015. Ni ser att utvecklingen för kronan var ganska dramatiskt annorlunda med snarare en svagare krona mot euron parallellt med att det här skedde. Den förklaring som har anförts för detta på marknaden är att penningpolitiken i Sverige spelade väldigt stor roll för att kontrollera kronrörelsen. Vi skulle inte få motsvarande förstärkning som man hade när det gäller det brittiska pundet och dollarn.

Ni kanske kommer ihåg att ECB under januari 2015 kommer ut och lanserar sitt stora paket för köp av värdepapper. De sa då att vi kommer att köpa värdepapper för ungefär 10 000 miljarder svenska kronor under drygt ett år framöver, i princip en ofattbar summa. Det var den i särklass största interventionen i europeisk penningpolitik genom tiderna som där lanserades.

Det ser inte så dramatiskt ut på bilden, men kronan föll med 6 procent under bara några få veckor. Det är den inringade delen på den blå kurvan. Ett sådant här fall i kronan, om det är varaktigt, är ju samma sak som om lönerna skulle förändras med motsvarande siffra, och det slår direkt på den svenska konkurrenskraften. Den oro som naturligtvis fanns var att om inte Riksbanken var på hugget i det här läget så skulle vi få en appreciering av kronan som i värsta fall hade kunnat vara lika stor som det dollarn och pundet tidigare upplevt mot euron.

Jag har, för att illustrera vad det här skulle ha betytt, i den högra grafen ritat in ett mått på konkurrenskraften i enhetsarbetskostnaderna i Sverige, Tyskland och USA och med den blå fyrkanten illustrerat vad en sådan här förstärkning hade betytt för den svenska kronan. Vi skulle i princip ha prissatt oss själva ur marknaden med en sådan förändring. Ni kanske kommer ihåg superdevalveringen på 16 procent 1982. Det är hälften av vad vi hade kunnat få ifall vi hade utvecklats på samma sätt som dollarn och pundet mot euron.

I efterhand, när den svenska ekonomin ser stark ut och vi konstaterar att tillväxten var 4,2 procent, är det lätt att glömma bort hur problemen såg ut mer i realtid och att de då behövde hanteras. Hade vi fått den här typen av utveckling för kronan hade vi naturligtvis inte haft den tillväxt som vi nu kan läsa av.

Dessbättre har bilden ljusnat sedan dess, vilket även Stefan var inne på. Vi ser tydliga trender uppåt i inflationen. Jag har här två mått. Det ena är KPIF-måttet som läser ut boenderäntekostnadskomponenten som spökar till saker och ting för oss. Det är också därför vi har den här diskussionen om målindex, och jag återkommer strax till den frågan. Sedan har vi haft en period med väldigt stora variationer i oljepriset, så det kan även vara en poäng att titta på mått som tar bort det.

Oavsett vilket av de här måtten man tittar på så ser ni tydligt i den vänstra grafen att inflationen har trendat uppåt sedan våren 2014. Det har varit väldigt viktigt. Ett skäl till att det har varit väldigt viktigt ser man i den högra bilden,

nämligen att det har bidragit till att förbättra förtroendet för inflationsmålet. Ni ser också hur den här kurvan var på väg åt fel håll under lång tid men att den sedan början på 2015 har stigit och nu är i närheten av 2 procent igen. Detta som sagt är väldigt viktigt för lönebildningen. Vi kommer att få en ny förhandling som startar inom kort, och det är inte minst viktigt därför.

Bara kort om några frågor framöver: Det är väldigt viktigt att inflationen kan stiga, för vi är ju helt på det klara med att om man har låga räntor under en lång tid så kan obalanser byggas upp. Om vi inte får upp inflationen hyggligt snabbt, och det har ju redan nu tagit ganska lång tid, är problemet att räntorna måste vara lägre ännu längre, och riskerna för ytterligare negativa sidoeffekter blir då ännu större.

En jätte viktig grej är att om ränteläget är lågt under så många år som det är så finns det ett antal människor som nu etablerat sig på arbetsmarknaden och sådant som inte har sett annat än i princip superlåga räntor. Det blir väldigt svårt att förklara för dessa människor att räntorna någon gång i framtiden kommer att stiga. De har inte sett någonting annat, och jag tror ändå att man bygger rätt mycket i sitt liv på egna erfarenheter. Den dagen räntorna går upp kan det komma som en stor överraskning och skapa alla möjliga obehagliga effekter, och detta är i så fall väldigt riskfyllt.

En annan sak är att när vi sänker räntorna får vi i regel kompensande effekter, eftersom tillgångspriset stiger när räntor går ned. Ligger dock räntorna stilla på låga nivåer får vi inte den typen av värderingseffekter längre, och det kan bli problematiskt, inte minst för pensionsbolag och liknande som har att hantera detta.

Idén är alltså att så fort som möjligt få tillbaka inflationen upp, och det är därför vi tar i så pass mycket som vi gör. Sedan får vi tyvärr konstatera att läget har varit svårt och att vi därför har sett oss tvungna att hålla politiken expansiv under en ganska lång tid.

En annan aspekt som man diskuterade ganska mycket i Jackson Hole, där även Stefan var, är svårigheten att ha ammunition för nästa kris. Den kan ju komma. Vi hoppas inte det, och prognoserna säger inte att den ska göra det, men överraskningar har kommit förr. Sitter man då med negativa räntor och jättestora balansräkningar, ja, då finns det inte så mycket man kan göra i det läget. Det kan alltså bli ett stort problem.

Stefan var inne på att den största risken vi ser är problemet med hushållens skuldsättning. För min del tycker inte jag att det är så himla intressant att föra en diskussion om det är en bubbla eller inte. Problemet är ju att priserna stiger och driver upp skuldsättningen, vilket, oavsett om det är en bubbla eller inte, är en cocktail som inte blir bra. Det är i någon mening nästan värre om det *inte* är en bubbla, för då vet vi vad som driver det här men förmår ändå inte göra någonting åt det.

Det är klart att där får vi erkänna att ränteläget är ett av problemen, men som jag försökte förklara fick vi ju göra ett vägval när inflationssituationen var sådan att i princip hela målet stod på spel. Det är därför angeläget för hela den svenska ekonomiska politiken att försöka hitta ett sätt att tackla de här

riskerna. Som jag var inne på är en sak att titta på vad som händer när räntan börjar stiga med tänkbara överraskningar för många människor.

Som jag försökte illustrera ser inflationsbilden bättre ut, men man ska ha klart för sig att det kan försämrats väldigt fort igen. Ni såg ju att trenden är intakt uppåt, men det varierar också kraftigt, och inte minst spelar förändringar när det gäller europeisk penningpolitik fortsatt stor roll. Får vi en snabb och stor förstärkning av kronan är vi väldigt snabbt i en problematisk situation på nytt, så här gäller det att vara på hugget.

Stefan nämnde frågan om målvariabel och intervall. Jag höll för min del ett tal om de här frågorna i december 2015. Det var innan King och Goodfriend tog upp dem och innan riksdagen hade behandlat deras utredning. För min del är liksom katten lite ur säcken, och där var jag tydlig i mitt tal med att jag tycker att det är problematiskt med KPI som målvariabel. Vi trodde ju någon gång på 90-talet, när räntorna kom ned mycket i Sverige och vi även då hade negativa KPI-ökningar, att den frågan i någon mening var avklarad. Jag minns att Urban Bäckström var här i riksdagen och förklarade sig många gånger. Men sedan såg vi i samband med krisen att det blev rubriker i internationell press om att nu är det liksom deflation i Sverige, Sverige har blivit Japan och liknande, vilket bara berodde på en teknisk konstruktion i ett index. Det var inte bra för landet och krävde massor med energi i en diskussion som egentligen var helt meningslös.

Jag tycker därför att man gör klokt i att byta från KPI. Sedan tror jag att det är mindre viktigt om man väljer HIKP eller KPIF, bara man väljer något index som helt enkelt tar bort den här effekten som skapar problem.

Som avslutning vill jag bara säga att vi också lyfter upp och pratar om ett sådant här intervall som skulle kunna vara väldigt bra. Ett osäkerhets- eller toleransintervall kan vara en bra grej eftersom vi inte kan styra inflationen med precision. Vi nämner också en annan sak, nämligen ett målintervall. Ett sådant skulle däremot vara en mycket stor förändring. Det betyder alltså att inom det intervall man sätter upp kan inflationen bli vad som helst, och måluppfyllelsen skulle ändå betraktas som lika god. Enligt mitt sätt att tänka är det viktigaste skälet till att vara emot ett sådant här intervall att det skulle skapa betydande problem med lönebildningen. Låt säga att man har ett intervall på 1–3 procent. Ska man i lönebildningen i förväg sikta på 1 eller 3 procent kommer det att spela väldigt stor roll, och därför tror jag inte riktigt på det här med målintervall.

*Ordföranden:* Då finns det möjlighet för ledamöterna att ställa frågor. Vi tar partierna i storleksordning och börjar med Ingela Nylund Watz och sedan Maria Plass.

*Ingela Nylund Watz (S):* Tack så mycket för intressanta föredragningar! Det är ju bra att det verkar som om trovärdigheten för inflationsmålet nu ökar kraftigt

och att vi har en bana som nu pekar på att vi kan få upp inflationen mot målet under andra halvan av 2017.

Det är mycket intressant som händer i omvärlden också, och jag tänkte fråga kring två saker. Det första är hur ni ser på hur allvarlig krisen bland de europeiska bankerna är. Hur oroliga ska vi vara? Inte minst Deutsche Bank är ju väldigt illa ute, men det finns flera andra banker i Europa som också går ganska dåligt. Det vore intressant att höra era lite mer djupare reflektioner kring detta.

Det andra som jag undrar kring är väl också på sätt och vis högaktuellt fast av en lite annan karaktär. Det har att göra med den amerikanska valrörelsen och utgången av den. En av de vice riksbankscheferna, jag tror att det var Skingsley, nämnde detta i det penningpolitiska protokollet som en av de frågor som man också måste hålla lite koll på. Vad händer? Hur ser scenarierna ut beroende på utfallet av den amerikanska valrörelsen? Här har vi en ganska protektionistisk anda som sannolikt kommer att påverka handelspolitiken. Jag skulle gärna höra några reflektioner kring detta.

*Maria Plass (M):* Tack för föredragningarna! Jag kommer att fortsätta på omvärldsspåret. Ni talade båda om den brittiska folkomröstningen, och jag tror att vi alla chockades av resultatet i juni. Men nu finns också en osäkerhet kring när man aktiverar artikel 50 och så att säga påbörjar det här utträdet. Samtidigt, precis som sas här tidigare, har vi ett val i USA, men vi har också kommande val i Tyskland och Frankrike. Vi har ekonomin i Kina, och vi har en ganska allmänt orolig omvärld.

Samtidigt vet vi också att när en negativ händelse inträffar kan det ge snabba förändringar som påverkar Sverige ganska brutalt. Hur kan de olika aspekter och scenarier som är på gång nu komma att påverka Sverige?

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Tack för frågorna! När det gäller europeiska banker har det här å ena sidan pågått länge i Europa, så det är knappast så att någon bank går överstyr över natten. Det har också mycket att göra med att den europeiska centralbanken ju förser alla banker med gott om lån och likviditet till extremt låga räntor. I det avseendet kan man därför inte vänta sig att pengarna tar slut helt plötsligt, eller hur jag ska uttrycka det. Det lär de inte göra, eftersom ECB:s aktivitet är väldigt, väldigt stor inom det här området.

Samtidigt är det ju så att i de länder där man har stora portföljer med dåliga lån hämmar det naturligtvis tillväxten, dessutom under lång tid, om man hårdnackat väljer att inte ta itu med de dåliga lånen, om jag uttrycker mig på det sättet. Det har ytterst att göra med att någon måste ta förlusten, och förlusten är redan i systemet. Resten är bokföring, men om man inte vill acceptera det utan liksom bara sitter med de här dåliga lånen och hoppas att världen ska bli bättre längre fram så tar det naturligtvis mycket längre tid än annars.

Den andra frågan som har att göra med detta är inte nödvändigtvis dåliga lån utan det ränteläge som vi har. Med den kostnadsnivå som finns i många europeiska banker har man helt enkelt låg eller till och med mycket låg avkastning på kapitalet i europeiska banker. Det betyder sannolikt att det europeiska banksystemet helt enkelt är för stort, och det problemet kommer inte att försvinna förrän banksystemet krymper. Man kan i och för sig tillskjuta mer kapital över tiden, till och med vid många olika tillfällen, men det ändrar inte på saken: Om kostnadsmassan är för stor i förhållande till de pengar man tjänar, ja, då måste man gå igenom en strukturomvandling. Men så här långt har man på olika håll i Europa helt enkelt motsatt sig denna strukturomvandling, för man har av olika skäl inte velat genomföra den.

Om man jämför med det som skedde i Sverige på 90-talet blev ju den strukturomvandlingen kraftfull, kan vi väl säga, därför att vi inte hade något val. Hur man ska hantera detta är en stor fråga i många länder. Problemet försvinner alltså inte, utan det kommer sannolikt att finnas där under ganska många år, dock inte i den meningen att det liksom plötsligt innebär att någonting går överstyr.

Samtidigt har vi i dag ett nytt regelverk i Europa som innebär att stater i vid mening är mer eller mindre förhindrade att rekapisera banker, därför att man ska omvandla obligationer till aktiekapital och då motsätter man sig på olika håll det också. Om man fortsätter på det sättet blir ju bankrekonstruktioner tomma mängden, för vad man än försöker göra är det någon som motsätter sig just den åtgärden på ett eller annat sätt. Det är klart att det inte är bra för tillväxten att sköta det på det sättet.

Det är svårt för mig att ha synpunkter på valrörelsen i USA och vad den kan tänkas innebära. Jag kan väl säga så här att i vid mening är det nog så att oberoende av utgången av valet i USA så kan protektionism aldrig vara bra för Sverige. Vi lever på och vår levnadsstandard kommer sig av att vi säljer grejor till andra och att de där andra vill köpa våra grejor. Om det sedan är varor eller tjänster spelar mindre roll. Det är så vi har byggt en framtid i Sverige under mycket, mycket lång tid. Detta innebär att om det finns protektionistiska strömningar i största allmänhet, var i världen de nu är, så kan det inte vara till nytta för Sverige.

När det gäller valrörelsen i USA – och nu pratar jag långt utanför penningpolitiken, men det slumpar sig så att jag har bott nio år i USA – ska man komma ihåg att den amerikanska konstitutionen bygger på maktbalans. Det innebär, särskilt om man betraktar vad som sker i USA utifrån, att ljudnivån ofta är väldigt mycket högre än vad som egentligen i slutändan händer, eftersom de här krafterna ganska ofta tar ut varandra.

När det gäller den sista frågan om vad som sker i vår osäkra omvärld så leder politisk osäkerhet alltid till osäkerhet på de finansiella marknaderna. Politisk osäkerhet är också nästan det allra svåraste för oss att hantera när vi gör våra prognoser. Politisk osäkerhet har ju väldigt ofta liksom karaktären 0 eller 1, och det är väldigt svårt för oss när vi gör våra prognoser att översätta det till en tillväxtprognos för till exempel Sverige, där man normalt sett

justerar tillväxtantaganden med några tiondelar upp eller ned. Det är naturligtvis en svårighet och någonting som vi är väl medvetna om, men det är inte lätt att hantera i dagsläget.

*Per Jansson, Riksbanken:* Jag kan komplettera Stefan på ett par punkter. Angående frågan om brexit och processen där har det ju infunnit sig något slags lättnadsfas. Vi hade en ganska turbulent period direkt efter folkomröstningen, men sedan har saker och ting återhämtat sig. Vi har kanske kvar det problem med europeiska banker som vi har tydliggjort, men annars har ju en generell återhämtning skett.

Risken är väl att man på något sätt nu får för sig att det här inte betyder någonting, vilket jag tror kan vara ganska farligt. Britterna måste nu igenom en besvärlig och lång process som handlar om att hitta förhandlingslösningar inte bara med EU utan också tredje land. Man måste också och inte minst göra om hela lagstiftningen i Storbritannien till att vara inhemsk. Jag kanske har lite fel när det gäller exakta siffror, men jag hörde något rykte om att det rör sig om 10 000 lagar som måste omvandlas till brittisk lag. Man har i princip inte gjort någon domestik lagstiftning under senare tid. Det kanske finns en snabblösning på det här, att man liksom bara säger att från och med nu så blir alla de här EU-lagarna brittiska, men då har man väl lite grann tappat poängen med varför man gör det här över huvud taget.

Det blir säkert en lång och besvärlig period, och det återstår att se vad det här betyder politiskt för EU. Man kan bara hålla tummarna, men jag tror att det är viktigt att inte tro att det här är över nu.

När det gäller besvärligheterna runt om Sverige, där den här brexitfrågan naturligtvis är en, har jag något ord om euroområdet. Det är tyvärr så att man har betydande strukturella problem i euroområdet, och det är väldigt tråkigt att man inte under de goda åren hade kapacitet att ta sig an de här sakerna mer än vad man har gjort. Men det är det läget man befinner sig i. Bankerna är *en* del av det här, men det finns även andra delar som är väldigt tydliga. Om man till exempel tittar på produktivitetens utvecklingen i Italien känns det inte precis som någon framgångssaga precis, om man uttrycker sig försiktigt.

Det finns en diskussion i Europa som handlar om att å ena sidan reducera risker efter krisen. Det är framför allt Tyskland, Holland och sådana länder som förordar att det måste göras. Å andra sidan finns det andra länder – Italien, Spanien och andra länder i Sydeuropa – som vill dela risker. Här sitter man helt fast. Det finns ingen plan för hur man ska ta sig ur detta. Man kan hoppas att om framsteg görs på banksidan så kan det vara en propplösare för att komma framåt, men så har det sett ut i flera år nu, och diskussionen är väldigt låst. Detta betyder också att det inte finns några utsikter till något slags jättesnabb återhämtning med starka tillväxttal framöver, utan det ser ganska dystert ut.

Tyvärr är det den verkligheten som vi måste leva i. Det finns ingen annan. Stefan visade att 47 procent, eller vad det var, av svensk handel fortfarande



går till Europa, så vi blir ju kraftigt beroende av det här. Enligt de prognoser som vi och andra gör blir det lite bättre framöver, men det är definitivt ingen tillväxtbrasa att vänta.

Så ser alltså läget ut. Det här kommer inte att bli lätt för ett land som Sverige heller, även om vi har betydligt bättre förutsättningar än många andra.

*Ordföranden:* Vi går vidare med frågor, först Dennis Dioukarev och sedan Janine Alm Ericson.

*Dennis Dioukarev (SD):* Tack för ordet, och tack för en bra dragning! I kölvattnet av Goodfriends och Kings utvärdering har diskussionen inte låtit vänta på sig om inflationsmål, makrotillsyn och annat. Ni publicerade ju en studie för några veckor sedan om just inflationsmålet, och jag tycker att det är bra att man ligger steget före och på eget initiativ tar fram underlag för en fortsatt diskussion om ämnet.

Det var också angeläget att få en repetition och en djupare diskussion om de olika inflationsmåten, men nu vore det intressant att höra vad Riksbanken själv tycker.

I studien lägger ni fram tre frågeställningar som ni anser vara av central vikt. En av dessa frågor lyder så här: Finns det något prisindex som är att föredra framför andra alternativ eller något index som har störst nackdelar?

I april i år besökte ni Nationalekonomiska föreningen och förde en diskussion om just de här sakerna. Då sa riksbankschefen att man skulle ta sig en funderare på den frågan och återkomma vid lämpligt tillfälle. Alla här har säkert läst om för- och nackdelarna med KPI, KPIF och HIKP, så argumenten känner man väl till. Därför vore det i stället intressant att få en reflektion om den frågeställning man själv bedömer är mest central.

*Janine Alm Ericson (MP):* Även jag tackar för en bra dragning, och jag har två frågor. Den första gäller amorteringskraven. Det fanns ju en liten graf som visade på hur det har utvecklats sedan de infördes, men jag skulle uppskatta ett lite mer utförligt resonemang kring vilka effekter man bedömer att amorteringskravet har gett på bostadspriserna och upplåningen. Det verkar ju som om det har sänkt dem eller åtminstone stannat av ökningstakten, för grafen stannade ju av. Hur ser ni på den framtida utvecklingen där?

Jag har också en fråga om hur mycket budgeten påverkar inflationen. I de penningpolitiska rapporterna har det tidigare nämnts att regeringens skatteförändringar har bidragit till att inflationen har ökat i viss mån. Jag undrar därför om det finns någon uppskattning om hur mycket regeringens samlade skattepolitik har bidragit till att öka inflationen och om det hade påverkat Riksbankens behov att vidta ytterligare åtgärder om de inte hade genomförts.

*Emil Källström (C):* I dragningarna kan jag notera en illa dold frustration över att partierna i den här kammaren inte tar tag i ett antal för Sverige viktiga frågor när det gäller bostadsmarknadens och arbetsmarknadens funktionssätt. Det är en tydlighet jag uppskattar och en frustration jag delar.

Min fråga handlar om diskussionen om inflationsmålet. Precis som kollegan Dioukarev tycker jag att den skrift som skickades ut i september var ett väldigt bra initiativ som har bidragit till att både bredda och fördjupa den svenska penningpolitiska diskussionen. Det var mycket bra.

När jag reflekterar över inte minst Per Janssons inlägg, som jag tolkade som ett försvar för det nuvarande tvåprocentmålet, bygger det ju på att vi långsiktigt kan få en bredare acceptans och en bredare trovärdighet för det målet. Vi fick ju se några slides som visade att förtroendet för målet faktiskt ökar hos ett antal av penningmarknadens aktörer, och det är ju glädjande. Men min bild är väl ändå att andra centrala aktörer i den svenska ekonomin, inte minst de enskilda hushållen och företagen, direkt och indirekt agerar som om man inte riktigt köper att inflationen blir 2 procent. Det är ju få som sitter och funderar på huruvida Riksbanken når upp till inflationsmålet eller inte, men däremot agerar man implicit utifrån vad man tror om detta eller vad man tror om aspekter som indirekt påverkas av detta.

Min bild är därför att det finns en hel del kvar att göra när det gäller förtroendet för inflationsmålet. Utöver att förtroendet för målet hos ett antal av penningmarknadens aktörer ökar, vad finns det mer att göra för att ytterligare stärka acceptansen i den svenska ekonomins alla delar för det nuvarande inflationsmålet? Klarar vi inte det kommer ju målet i sinom tid att bli obsolet. Jag skulle vilja ha en djupare reflektion från riksbankscheferna kring detta.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Tack för frågorna! Ja, vilket index är bäst? Det finns egentligen inget svar på den frågan, utan vad vi har väckt, och vi har pratat om det här många gånger tidigare, är att KPI, och den frågan var redan uppe då när val gjordes i mitten på 90-talet, har just den här nackdelen att räntan påverkar KPI ganska mycket. Detta stör när det gäller penningpolitiken, och det stör också när det gäller diskussionen om den svenska penningpolitiken, både i Sverige och utomlands, så därför är det ett bekymmer.

Ett skäl till att HIKP inte valdes i mitten av 90-talet var – jag arbetade på Riksbanken då – att det pågick en europeisk diskussion om hur bostadsmarknaden ska hanteras i detta index. Det löser man väl så småningom, och då får vi fundera på nytt, sa vi. Men det som har hänt sedan dess är att man har inte löst detta när det gäller HIKP. Frågan liksom kvarstår, och det betyder att det inte är uppenbart vilken väg man ska gå. Man kan välja HIKP, men man kan också lika gärna välja KPIF.

Det är inte dags för oss i det här skedet att ta ställning till vilken väg vi ska gå, utan vi har startat den här processen för att åstadkomma en bred diskussion i det svenska samhället. Vi vill veta vad som kommer ut av den diskussionen, och sedan får vi fundera på vilken väg vi ska gå.

Men det förtjänar också att sägas att om man tittar på själva tidsserien, om man ritar ut den i form av en graf, så är det i varje fall i dagsläget mycket små skillnader mellan KPIF och HIKP, även om de inte räknas på ett identiskt och likadant sätt. Sannolikt har det därmed en försumbar betydelse för penningpolitikens utformning i framtiden när det gäller hur de här betar sig.

Det finns dock en skillnad mellan de här båda. Såvitt jag nu vet är det ju så att vi i Sverige själva bestämmer KPIF, medan HIKP är ett harmoniserat index som bestäms på EU-nivå. Detta betyder, enkelt uttryckt, att när man gör ändringar i HIKP så regnar dessa ändringar ned även över oss, och då ska vi anpassa oss till det.

Det är då mer en administrativ fråga – vem är det som så att säga bestämmer hur detta index ska se ut? Men i sak är det ingen större skillnad mellan de här båda. Vi ska återkomma till den frågan längre fram, men jag delar Per Janssons uppfattning att det vore rimligt att vi byter till något annat än KPI. Vi får se vad det blir, men i det avseendet är tiden mogen.

När det gäller frågan om amorteringskrav har vi tidigare visat ett antal kalkyler som beskriver hur oändligt lång tid det tar innan nuvarande amorteringskrav har någon större effekt. Detta eftersom amorteringskravet så som det är utformat är mycket mildt. Det betyder att vår bedömning är att kurvorna kommer att fortsätta stiga och att det är förhållandevis små effekter som vi ser i sammanhanget.

När det gäller budgeten och penningpolitiken är budgetens utformning inte någon större fråga för penningpolitiken i dagsläget eftersom det är ungefär den budget vi har förväntat oss sedan tidigare. Det pågår alltid en diskussion om budgetens sammansättning, men det är inte det primära för vår del. Det är snarare statens samlade budget som spelar roll, och det är ingen stor fråga i dagsläget när det gäller just penningpolitikens utformning.

Så till inflationsmål och förtroende för inflationsmål. Ja, där gäller det att gno på. Men man brukar också säga att inflation, prisstegringar, är ett monetärt fenomen. Det innebär att skapar man bara tillräckligt mycket pengar får man nog upp inflationen.

Det svåra här är att få upp inflationen under kontrollerade former. Det är egentligen det som är kärnfrågan. Hur man skapar alldeles för mycket inflation på ett felaktigt sätt är välprövat i väldigt många länder, även i Sverige bakåt i tiden. Det är det som hela tiden är den centrala frågan som återkommer och som vi sliter med. Hur ska vi klara av detta under ordnade former i en öppen ekonomi som den svenska, när vår möjlighet att så att säga finjustera detta egentligen inte finns?

Men om våra prognoser slår in ser det faktiskt bra ut eftersom vi räknar med att inflationen är någonstans kring 2 procent under loppet av nästa år. Inflationen har vid det här laget trendmässigt stigit under ett antal år, så vi är definitivt på rätt väg.

Men när jag väl har sagt det ska vi också komma ihåg att vad vi försöker åstadkomma i dagsläget är en tillväxttakt i Sverige som i genomsnitt är högre än tillväxttakten i Europa samtidigt som vi försöker åstadkomma en

inflationstakt som i genomsnitt är högre än inflationstakten i Europa. Det kräver naturligtvis en del om vi varaktigt ska hålla oss där i Sverige, givet det handelsmönster som jag illustrerade i början av mitt anförande.

*Per Jansson, Riksbanken:* Kanske bara några kompletteringar. Index var jag inne på tidigare. Jag tycker att det är problematiskt med KPI, och vi har nu genomgått en period då det har blivit tydligt att det verkligen är på det sättet. En nyhet under perioden vi har genomgått har varit att det här har lett till kommentarer i internationell press. Det hade vi inte sett tidigare.

Det är klart att i ett dåligt scenario är det här med KPI inte bara ett pedagogiskt problem. I värsta fall kan det också påverka hur folk ser på saker och ting och till exempel göra det svårare att få trovärdighet kring målet. Man blandar samman boräntekostnadseffekter i KPI med mer efterfrågestyrda inflationsfall.

Ett byte till något index som inte innehåller den här boräntekostnadskomponenten är väl i praktiken inte så dramatiskt. Det kodifierar egentligen en praxis vi redan haft under en längre tid. Vi har tittat på KPIF. Även om det har funnits missförstånd kring de här frågorna har vi alltid gjort det, och räntesättningen är kalibrerad i huvudsak utifrån KPIF och inte KPI. På så sätt är det ingen jättedramatik.

Som Stefan var inne på finns det en del skillnader mellan HIKP och KPF, till exempel hur man mäter bostadspriser i indexen. Men det är inte en förstaordningsfråga, utan det leder till avvikelser på i regel kanske några tiondelar. Men det är också viktigt att vi kan lägga korten på bordet och förstå konsekvenserna av ett byte så att vi gör det i en rimlig takt. Det är syftet med den här publikationen och studien – att kunna ha den här dialogen.

Amorteringskravets effekter är det lite tidigt att se. Vi såg genast att priserna hade en tendens att öka lite långsammare under sommaren. Å andra sidan är det säsongeffekter på bostadsmarknaden, och det är svårt att separera dem från andra effekter. Sedan har vi sett en liten tendens till uppgång i priserna igen. Det kan väl kännas bra på så vis att det inte verkar krascha omedelbart. Men precis vad effekterna av amorteringskravet kommer att bli kan man helt enkelt inte analysera än, utan vi får se tiden an och göra analyser vartefter. Som Stefan var inne på tyder våra beräkningar inte på att det här ska leda till en krasch på något sätt, utan det bör fungera att höja amorteringstakten i den takt som kravet säger.

Bara något kort om budgeten och skatterna: Man kan väl säga att om man har haft låg inflation och punktskatter trycker upp index, då kan det i någon mening hjälpa eftersom det ser lite bättre ut på papperet. Men det är ju egentligen inte den vägen man vill få upp inflationen, utan man vill ha en underliggande inflationsuppgång som kommer från efterfrågesidan. Vi vill ju inte uppnå inflationsmålet tack vare skatter. Det är inte så vi tänker. Förr i tiden hade vi något mått som rensade bort skatter för att tydliggöra detta. Det har nu

tagits bort, men det är kanske inte riktigt på det sättet man vill att inflationen ska stiga.

När det gäller frågan om acceptansen och trovärdigheten för 2 procent är kanske min bild korrekt. Jag visade ju den för penningmarknadsaktörer, men då är kanske min bild att det ändå är så att för de flesta av grupperna är vi väldigt nära 2 procent. I Prosperas senaste mätning tror jag att inflationen på fem års sikt var det förväntade 2 procent för alla grupper utom en, inköpscheferna i industrin, och där var den 1,9. Även det är ju nära 2 procent. Det har alltså tydligt vänt, tycker jag, framför allt när det gäller mer långsiktiga förväntningar, och det är dem jag uppfattar som rätt viktiga när vi talar om förtroende.

Att förväntningarna på ett och två års sikt ligger under är inte så konstigt. De är styrda av hur verkligheten ser ut, och det kommer att ta lite tid att få upp inflationen. Det är när folk får ordentligt med tid på sig och ändå uppfattar att vi inte kommer att klara målet som det blir problematiskt. Men det är som Stefan säger: Det här är en kamp, och nya störningar kommer att försämra bilden. Jag tycker ändå att läget ser betydligt bättre ut nu än det gjorde för något år sedan.

*Ulla Andersson (V):* Tack för föredragningarna! Jag kommer ju från Gävleborg. Hemma i Sandviken har bostadsrättspriserna ökat med 65 procent på fem år, vilket väl säger något om ohållbarheten i den utveckling vi har. Det hade varit bra med en nedtrappning av ränteavdraget.

Jag tänkte prata om penningpolitikens effekter och konsekvenser framåt. Jag tycker att ni på ett bra sätt har redovisat varför ni har agerat som ni har gjort och förklarat det på ett tydligt sätt. Jag är ändå orolig för vart den här penningpolitiken kommer att föra oss.

Vi ser ju att negativ ränta och stora uppköp av statsobligationer, inte enbart i Sverige utan runt om i världen, är en riskfylld penningpolitik på många sätt. Det leder till uppblåsta marknader. Det är ett konstgjort sätt som innebär obalanser. Man bygger upp skuldsättning och, kan man väl säga, stimulerar spekulation och negativ ränta. Den penningpolitik som nu förs leder också till ökad ekonomisk ojämlikhet, vilket är en risk i sig.

Jag skulle vilja höra hur ni resonerar. Vad händer när vi ska börja dra oss ur det här? Vilka konsekvenser och risker ser ni i det? Det är ju inte enbart den svenska riksbanken utan centralbanker runt om. Man följer liksom efter varandra. Jag tycker att det är väldigt riskabelt, det som nu sker inom penningpolitiken, och det gör mig väldigt orolig.

Jag skulle gärna vilja höra lite om det. Ni har ju förklarat varför ni har gjort som ni gjort, men ni har uppehållit er väldigt lite vid riskerna med det som nu sker inom den penningpolitiska regimen.

*Mats Persson (L):* Ni har föredömligt beskrivit hur ni bedriver en väldigt expansiv penningpolitik i ett läge där vi har eller närmar oss fullt

resursutnyttjande i ekonomin. Ni pekar själva på utmaningen i att ha negativ reporänta och vilka signaler det sänder men också vilken bild det skapar hos hushållen och marknadens aktörer av vad som är ett normalt ränteläge.

Ni har på ett föredömligt sätt pekat på att det här mycket väl kan motiveras historiskt, baserat på till exempel de låga inflationsförväntningar på fem års sikt som har varit de senaste åren. Men nu ser vi att de vänder; de femåriga inflationsförväntningarna närmar sig 2 procent.

Jag har två frågor med anledning av detta. Den ena berör tillämpningen av inflationsmålet, alltså förekomsten av ett toleransintervall. Ni nämnde båda detta väldigt kort, men motivera gärna dagens läge utifrån att det inte är ett normaltillstånd med negativ reporänta och konkretisera det arbete Riksbanken har gjort för att införa eller tillämpa ett toleransintervall.

Den andra frågan gäller negativ reporänta. Hur länge är det ett önskvärt läge?

*Jakob Forssmed (KD):* Tack så mycket för bra föredragningar! Oavsett företrädare blir man glad när man hör någon hålla sådana brandtal mot protektionism som hölls här från podiet.

Tack, Per Jansson, för analysen av brexit! Det är bra att höra att Riksbanken har garden uppe i den här frågan, som kan leda till betydande osäkerhet framöver.

Min fråga rör någonting som Mats Persson tog upp, nämligen toleransintervallet som avskaffades 2010 och diskussionen om att eventuellt återinföra det. På tal om minskad dramatik är det många som har tagit upp det. Jag har tagit upp det under ett par år. Jag tror att snart sagt alla i direktionen har sagt att det vore bra om vi kunde återinföra toleransintervallet och att det var olyckligt att det avskaffades. Frågan är alltså: Är det bara den av riksdagen initierade utvärderingen av målvariabel och sådana saker som hindrar er från att återinföra detta?

På sätt och vis har vi fått ett implicit toleransintervall. Ju fler gånger ni säger det, desto mindre dramatik är det. I praktiken har man till slut ett toleransintervall. Vi börjar närma oss den punkten, så frågan är varför ni inte inför detta nu. Ni kan införa det ensidigt och avskaffa det ensidigt. Är det bara av respekt för någon process, eller finns det andra skäl till att ni inte gör detta i dag?

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Frågeställningen om penningpolitiken framöver och hur vi ska ta oss ur det här var lite det som Per berörde när han gick igenom sin inledning. Vi lever i dag i en värld där realräntorna, alltså ränta minus inflationstakt, har fallit de senaste 20 eller 30 åren. Det kan inte vi ändra på, vi som ägnar oss åt penningpolitik, och det innebär att den allmänna räntenivån är låg i Sverige och på många andra olika håll i världen.

Det pågår en oerhört intensiv diskussion i ekonomkretsar om vad det här kan tänkas bero på, om det har att göra med åldersstruktur i olika delar av

världen, om produktiviteten kommer att vara lägre i framtiden jämfört med hur den har varit eller vad detta kan tänkas bero på.

När vi i den här världen ägnar oss åt penningpolitik kan vi i någon mån påverka konjunkturutvecklingen kring de väldigt långa trenderna. Men vi kan i grunden inte sätta realräntan, utan den bestäms på marknaden.

I andra sammanhang talar man om den ränta som gör att investeringar och sparande är i jämvikt i enskilda samhällen eller i världsekonomin. Knut Wicksell var den ekonom som för drygt 100 år sedan resonerade om de begreppen och skapade begreppsapparaten kring detta. Det är ju lite roligt när man talar om de här sakerna utifrån ett svenskt perspektiv.

Den stora frågan framöver som ligger utanför penningpolitiken kommer att vara i vad mån man ser framför sig investeringar som är sådana att man kan få en real avkastning på de investeringar som görs. Det är det som liksom sätter igång en allmänt god ekonomisk utveckling.

Det man behöver göra på en rad olika håll är olika typer av strukturreformer så att saker och ting fungerar bättre och även att man tillåter förändring, vilket inte alltid är fallet. Klarar man av det och får vi upp inflationstakten, ja, då kommer nog räntorna att stiga någon gång i framtiden.

Detta behöver i sig inte alltid vara en enkel historia, för det leder sannolikt till att någon gör förluster och till och med stora förluster någonstans i världen eftersom man helt enkelt inte är beredd på det som sker den dagen räntorna stiger. Om man till exempel har köpt obligationer med mycket lång löptid för att få upp avkastningen lite grann kommer ju de obligationerna den dagen räntorna stiger att falla kraftigt i pris. Då kommer högst sannolikt någon att göra ganska stora förluster någonstans. Det är alltså inte lätt att veta vad som händer då eller att vända detta.

Här är måhända vår räntebana, som vi återkommer till nästa år, till någon nytta. Vi kan ha fel i våra prognoser, men de säger ändå någonting om vart vi tror att världen är på väg. Då har man förhoppningsvis lite lättare att ställa in sig efter det.

Men vi vet ju också sedan några år tillbaka i tiden att när den amerikanska centralbanken slutade köpa amerikanska statsobligationer och amerikanska bostadsobligationer ledde det till ganska stora konvulsioner på olika håll i världen, och det tog ett tag innan man anpassade sig till det.

Normalisering av både räntor och penningpolitik är alltså någonting som alla önskar sig, och det kommer alla som jobbar med de här sakerna att försöka göra så effektivt och smärtfritt som möjligt. Men det finns inte någon som helst garanti att det inte finns personer, institutioner eller företag som är helt felpositionerade den dag det inträffar.

Det normala är ju också att när räntorna stiger, inte minst när de amerikanska räntorna stiger, brukar det vara ett antal länder på olika håll i världen som får problem eftersom man inte har balanserat sin ekonomi på ett sådant sätt att man kan hantera de problemen.

För att svara på frågan om toleransintervall och om det finns något hinder för att återinföra ett toleransintervall: Nej, det finns det inte, inte i juridisk-teknisk mening.

Nu råkar det sig så att jag var med om den här diskussionen i mitten av 90-talet eftersom jag också då arbetade i Riksbanken. Då var omständigheterna kring inflationsmålet helt annorlunda, så på det sättet kan man inte jämföra. Men då fördes det, vad jag drar mig till minnes, inte någon större diskussion om man skulle ha ett toleransintervall eller inte, utan det bara gjordes. Det hade mycket att göra med att fastväxelkurspolitiken vid den tidpunkten var helt och hållet förbrukad, och då gällde det att på ganska kort tid åstadkomma någonting annat.

I dag har vi ett bättre läge, tycker jag. Vi har haft ett inflationsmål i 20 års tid. Det har förts en intensiv diskussion om hur man kan utforma ett inflationsmål på olika sätt, och då tycker jag att det är rimligt att diskussionen får löpa på så att vi kan samla ihop alla möjliga olika synpunkter på det här i det svenska samhället. Sedan får vi ta oss en funderare på vad vi gör med detta. Men som jag ser det är det här i dagsläget inte en fråga där den kommande riksbanksutredningen lägger något hinder i vägen för att bestämma sig på det ena eller andra sättet. Först ska vi lyssna på alla, och sedan ska vi ta oss en funderare hemma hur vi ska göra.

*Per Jansson, Riksbanken:* Det var väldigt svåra frågor, så jag vet inte hur bra svar jag kan ge.

Frågan som Ulla Andersson ställer är naturligtvis den stora frågan: Vilka risker leder den här politiken till?

Vi gör så gott vi kan, och vi försöker samarbeta med andra centralbanker. Vi sitter ju alla i ungefär samma båt, samma sits, och vi följer riskerna så noga vi bara kan. Men man ska inte sticka under stol med att det är ett svårt läge, och ingen har facit. Riskerna blir också större ju längre det här får pågå – det var därför jag försökte betona betydelsen av att få upp inflationen relativt fort och få ett bättre läge.

Det kan låta lite som en ursäkt, men det som Stefan tar upp och jag försökte ta upp är ändå viktigt att komma ihåg. Med den globala realräntetrenden som ligger och tuggar i bakgrunden är möjligheterna att avvika små, även om vi skulle ha bedrivit en annan politik.

Man kan tänka sig att vi håller en något annorlunda ränta än andra länder, men man slår snabbt i taket. Det kan hända dåliga saker med växelkurs och liknande om man försöker sig på det. Där är vi bundna till den här trenden; det är tyvärr lite så det ser ut. Men det hindrar inte att vi kan försöka förstärka våra skyddsnät där det går. Det är ett av skälen till att vi försöker prata om betydelsen av regleringar och att vi behöver se till den samlade ekonomiska politiken när vi funderar på riskerna. Alla får försöka göra sina insatser på sina håll.

Det här är inget jättebra eller jätteprecist svar, men man får göra så gott man kan och försöka analysera riskerna fortlöpande.



Som jag var inne på när det gäller toleransintervallsfrågan tycker jag att det vore bra att hitta ett explicit sätt att illustrera osäkerheten.

Vi hade ju det här intervallet 2010, och det togs bort. Min tro när det togs bort var att det skulle vara en helt odramatisk sak. Går jag tillbaka till när inflationsmålet infördes är min bild att anledningen till att man hade ett intervall var att man inte trodde att det skulle gå att hålla 2 procents inflation i Sverige. Det skulle bli pinsamt om man sa 2 procent och inte hade något intervall alls runt det. Jag tror att det var mer av en överlevnadsfaktor att lägga in ett intervall så att det inte skulle se alltför konstigt ut.

Sedan gick det ju mycket bättre än vad många trodde, och rätt så snabbt hade vi förväntningar nere på 2 procent. Då trodde man att det här har nu alla lärt sig att leva med; intervallet fyller ingen funktion. Det var ett 1–3-intervall, och om inflationen är 2,9 eller 3,1 spelar ingen roll.

Det blev ändå en viss diskussion efter det, och vi lärde oss att man ska vara extremt försiktig med att göra förändringar i regimen även om man kan tycka att det är en trivial förändring. Det var nog sammantaget sett inte så klokt att göra det. Sedan dess har det hänt saker som understryker detta. Det kunde vi inte veta då, men vi kanske inte borde ha gjort det.

Efter händelserna vi har sett nu tycker jag att det känns naturligt att den här diskussionen kommer tillbaka. För min del tror jag att det vore bra. Man kan fundera på om man ska göra en konstruktion som betyder lite mer än den gamla. Man skulle till exempel kunna tänka sig att om man ligger utanför intervallet får Riksbanken komma hit och förklara sig lite extra. Eller man kan tänka sig något slags brittisk modell där man ska skriva ett brev. Detta för att på något sätt indikera att intervallet har någon sorts betydelse. Annars är vi tillbaka i att det inte spelar någon roll om man ligger strax utanför eller innanför. Det kan man fundera på.

Jag tycker för min del att nu när riksdagen tar upp frågan är det också naturligt att vi avvaktar vad som händer på den kanten och hur ytterligare utredning av frågan preciseras för vår del. Om man är intresserad av att få en bra process framöver, oavsett om den hanteras av Riksbanken eller av riksdagen, känns det klokt att se hur korten faller i den här frågan så att det blir bra. Jag uppfattar inte att man i grunden har ett stort problem med frågan, utan det handlar mer om att processen ska vara smidig och bra. Den här dialogfasen som nu sker känns bra under alla omständigheter – den kan alla dra nytta av, tror jag.

*Monica Green (S):* Tack för föredragningarna och de intressanta svaren efteråt!

Det har diskuterats en hel del om bostadsmarknaden, räntor och så vidare. Men än så länge har vi inte diskuterat den gigantiska satsning som nu görs på nyinvesteringar i bostäder, alltså det samhällsbygge som sker.

Delvis är det ombyggnad av allmännyttan och energieffektivare bostäder. Det kanske inte påverkar antalet bostäder eller förändrar mer än att det blir bättre för dem som bor där och ger jobb. Men den stora satsningen görs ju på

nya bostäder i hela landet, inte minst hyresrätter och andra boenden. Det är klart att det är bra för att det ger jobb och möjlighet att få en bostad, men på vilket sätt skulle det påverka penningpolitiken?

*Jörgen Andersson (M):* Hos mig har det väckts många frågor under den här diskussionen. Det är någonting som jag tycker är ett betyg på att det har varit en bra genomgång. Där kanske vi är av olika uppfattning, riksbankscheferna och jag.

Jag får nog sortera lite; jag kan inte ställa alla frågor. Därför kommer jag att fokusera på kommunikationen från Riksbankens sida.

Vi fick för någon vecka sedan en utredning som visade på att vi inte har någon fastighetsbubbla. Det finns ingen bobubbla. Det var väl ungefär fem år sedan Riksbanken gjorde en rätt omfattande analys av fastighetsmarknaden där man också kom fram till att det inte finns någon bubbla. Jag lägger ingen värdering i det resultatet. Snarare undrar jag hur Riksbanken tror att man uppfattas när man å ena sidan säger att det inte finns en bubbla och å andra sidan fokuserar i princip enbart på det i diskussionerna om penningpolitiken.

Jag undrar lite över att det kommer dubbla budskap. Man vill stimulera konsumtionen, men man vill inte att det byggs upp alltför höga tillgångspriser. Den här diskussionen från Riksbankens sida verkar, åtminstone utifrån den analys som har gjorts, ha fått effekten att hushållen har tagit till sig av diskussionen eftersom sparandet är väldigt högt och man inte får ut stimulanserna till konsumtion och ökad inflation den vägen. Därför undrar jag om ni ser det som ett problem att det kommer dubbla budskap.

Per Jansson är också inne på att vi har fört en okonventionell penningpolitik. Han motiverar det med vikten av inflationsmålet och att det är nödvändigt att föra den här okonventionella penningpolitiken av den anledningen.

Samtidigt har diskussionen i dag handlat mycket om att man ska justera just inflationsmålet. För att uppnå målet ändrar man målet för att den vägen uppnå det. Då blir det ju lite konstiga budskap även där – att målet i sig inte är viktigt utan att det viktiga är att man uppnår målet.

Samtidigt ser vi att svensk ekonomi, vilket Riksbanken säkert kan ta till sig en hel del av äran för, går väldigt bra. Det enda problemet som Riksbanken har är att man inte når inflationsmålet. Även där blir det lite dubbla budskap. Å ena sidan säger man att man vill stimulera; å andra sidan har det stimulerats så att ekonomin går bra och arbetslösheten är låg. Då motiverar man i stället med att vi måste ha den här penningpolitiken för att hantera valutan och valutakursen.

En sista fråga: Per Jansson var i förbigående inne på pensionsbolagen. Ett långvarigt lågt ränteläge kan vara riskabelt för pensionsbolagen i kombination med en eventuell sättning på börsen – till exempel om vi får fel president i USA, vilket många ser som en stor risk. Hur allvarliga bedömer ni riskerna vid sidan om just fastighetsmarknaden? Finns det andra risker där ute som kanske flyger lite under radarn, och hur stora är de i så fall?

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Det är klart att det vore bra för svensk ekonomi om investeringarna i bostäder ökade och om investeringarna i bostäder av olika slag ökade. Det ligger långt utanför det vi sysslar med i Riksbanken, men vid det här laget är det ganska väl dokumenterat när det gäller alla möjliga olika bekymmer vi har på bostadsmarknaden som av olika skäl försvårar ett ökat utbud av bostäder.

Den frågan och de bekymmer som följer av detta i termer av ökande skulder och de risker i systemet som hela tiden ökar kan man betrakta som en separat fråga inom bostadsmarknaden som sådan. Men i vid mening är det naturligtvis så att om vi inte får ordning på vår bostadsmarknad kommer det att påverka också den allmänna ekonomiska utvecklingen eftersom det försvårar en strukturomvandling. Det försvårar för folk att flytta. Det försvårar för vanliga människor att hitta en bostad på de ställen där arbetsplatserna finns.

Det ligger långt utanför penningpolitiken, men det kan inte gagna den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige. Vad man i stället har är ett läge som har rått under ganska lång tid där man liksom låser bostadsmarknaden så att de som är inne i systemet förstår precis hur allting fungerar och håller sig fast vid det så gott det går. Alla som är utanför systemet har egentligen ont av det eftersom det inte finns den flexibilitet i systemet som man skulle önska för att också underlätta en allmänt god ekonomisk utveckling.

När det gäller i vad mån detta påverkar penningpolitiken eller inte leder det framför allt till lite lägre tillväxt eller en sämre utveckling på arbetsmarknaden. Möjligen kan det påverka något, men det är helt omöjligt att siffersätta det. Det innebär egentligen att vi oberoende av penningpolitik får lägre tillväxt eller lite högre arbetslöshet, till exempel, jämfört med vad som annars skulle råda om vi skötte dessa frågor på ett bättre sätt än vad vi har gjort.

Jörgen Andersson ställde en fråga om kommunikation. Vi har undvikit frågan om en bubbla i tio års tid. Vi tar inte det ordet i vår mun. Vi säger att det är farligt ju mer man lånar. Det är välprövat i många länder; så är det. I vad mån det sedan i något slags definitionsteknisk mening råder en bubbla eller inte är inte det som är huvudfrågan. Det går alltid med hjälp av ekonometri att förklara varför vi är där vi är, men när världen ändras blir det förr eller senare ett stort problem om man har mycket stora skulder jämfört med om man inte har det. Vi vet att det finns flera hundra tusen hushåll som ligger på en skuldnivå på någonstans mellan 4 och 700 procent av disponibel inkomst. Det är klart att det i den kategorin hushåll inte är muntert om det händer någonting på arbetslöshetssidan eller om räntorna så småningom kommer att stiga. Vad detta handlar om i grunden är riskhantering. Sedan får vi leva med att andra har alla möjliga synpunkter på i vad mån det är en bubbla eller inte.

Vad vi vet är att när priserna stiger kraftigt när många människor lånar mycket blir det förr eller senare bekymmer. Så var det under senare delen av 80-talet. Då gällde det kommersiella fastigheter. Nu handlar det mer om hushållssektorn.

Frågan om hur man ska hantera låga räntor i största allmänhet och vad som händer när det gäller att hitta något ”lagom” i detta handlar om att vi visst förstår och är väl medvetna om att låga räntor leder till höga tillgångspriser. Men då har vi att välja mellan att försöka hantera frågan så gott det går med de medel som står till buds och en helt annan politik där vi håller, låt oss säga, en betydligt högre ränta. Det skulle högst sannolikt leda till en mycket starkare växelkurs, en stigande arbetslöshet och stora svårigheter för exportföretagen. Det finns alltså inga enkla lösningar i det här.

Vi har som centralbank inte verktygen att skapa två eller flera olika räntenivåer i Sverige. Ett sätt att hantera detta vore i så fall att ha en ränta för företag och en ränta för hushåll. Men något sådant maskineri har inte vi. Vi försökte oss på den typen av maskineri i Sverige under regleringsperioden under 50-, 60-, 70- och en del av 80-talet. Det ledde sedan till en lång rad andra olika bekymmer. Det finns inga enkla val i detta. Givet att vår huvuduppgift är att få upp inflationen till 2 procent lever vi efter det, men vi är väl medvetna om de negativa konsekvenser och de faror som finns i sammanhangen. Vi har en mycket stark önskan att andra som besitter verktygen också använder dessa verktyg på ett sådant sätt att vi inte samfällt förr eller senare försätter oss i ett dåligt läge i Sverige.

Frågan om låga räntor och pensioner är en allvarlig fråga. Den kommer säkert att diskuteras på många olika håll i världen under kommande år. Det grundläggande när det gäller pensioner är realräntan. Antingen får vi en real avkastning eller så får vi det inte. Om det senare gäller spelar det egentligen ingen roll vilka kontrakt man har ingått och vilka löften som har utställts bakåt i tiden. Finns det inte pengar så finns det inte pengar. Det enda sättet att hantera frågan på kort sikt är att ta pengar från kommande generationer. Av det skälet är just detta med den låga räntenivån en mycket allvarlig fråga när det gäller pensionssystem och hur de fungerar. Vi kan inte komma undan det grundläggande: Antingen har vi positiv realränta och tillväxt i världsekonomin, och då växer kakan hela tiden och konflikterna blir över tiden lägre, eller så är det inte på det sättet.

Nu är det lite speciellt i den svenska ekonomin där vi, tack och lov, är i ett bättre läge i vissa avseenden än många andra länder. Det har att göra med att vi å ena sidan har hanterat frågan om de offentliga pensionssystemen på ett annat sätt än man har gjort på många andra håll. Vi var ändå ganska tidigt ute med att hantera frågorna, och vi kom fram till slutsatsen att man på något sätt måste knyta pensionsfrågorna till tillväxten i ekonomin. Annars tenderar man att lova för mycket.

På pensionsidan är Sverige, inte minst jämfört med länder i övriga Europa, ganska unikt när det gäller det som vi kallar för unit linked-försäkring. Det handlar alltså om livförsäkring, där man har två typer av försäkringar: traditionell livförsäkring eller en försäkring där man separerar sparandet från risken. Jag hoppas att jag har någorlunda rätt när det gäller marknadsandelarna i Sverige när jag nu säger att de är sådana att ungefär hälften, eller till och med lite mer, av livförsäkringen är unit linked och det andra är traditionell

försäkring. Innebörden av begreppet unit linked-försäkring är att försäkringstagarna själva väljer sitt sparande men också står för all risk för sparandet. Det innebär att man helt enkelt får leva med att avkastningen blir det den blir. Men det leder i varje fall inte till att försäkringsbolagen som sådana går omkull.

Under detta finns dock mycket allvarliga frågeställningar. Även av det skälet finns det naturligtvis många goda anledningar att få upp inflationen till inflationsmålen på olika håll i världen. Det leder till att de nominella räntorna stiger, och då försvinner en del av bekymren som liksom värker fram långsamt över tid. Men om realräntan är negativ under lång tid kommer man i slutändan egentligen inte undan bekymren, även om det kan vara nog så obehagligt att gradvis upptäcka detta.

Som Per sa tidigare och som jag upprepar gäller det att hålla ögonen på vad som händer och att fundera kring tillgångspriser i största allmänhet så att vi inte bygger upp alltför stora risker i systemet.

*Per Jansson, Riksbanken:* När det gäller Monica Greens fråga om bostadsinvestering och penningpolitiken vet jag inte om jag har så mycket intelligent att säga utöver det som har sagts. Men vi har ändå haft hyggliga ökningar i bostadsinvesteringarna i Sverige om vi jämför historiskt. Vi hade en mycket dålig period efter 90-talskrisen, och sedan har vi haft hyggliga bostadsökningar och investeringsökningar. Det är klart att de har varit viktiga i den inhemska konjunkturförstärkning som har skett, och de har säkert hjälpt till att skjuta upp tjänstepriser, som Stefan visade tidigare. I den meningen har de underlättat vårt jobb.

Med detta sagt är behovet av nya bostäder i Sverige stort. Om man ser på uppskattningarna och vad kommuner rapporterar ser vi en allmän bostadsbrist som är mycket stor i Kommunsverige. Det finns ytterligare en lång uppförbacke innan man kan säga att vi håller någorlunda jämna steg med det som demografin kräver. Om utbudet skulle öka mer kommer det från vår sida sett att minska trycket på prisutvecklingen och på så sätt göra det hela lättare så att man får mindre effekter på skuldsättningen. Det gör ju också räntepolitiken enklare. Det är en viktig grej som vi lyfter fram: Man kan arbeta med regleringsåtgärder på den finansiella sidan, men vi behöver också grundläggande reformer så att vi får ett större och rikare utbud. Jag tror att nettotillskottet av hyresrätter sedan 90-talskrisen är i princip noll om vi tar in omvandlingen till bostadsrätter. Där måste vi få en förstärkning; annars går inte problemet att lösa. Man kan inte med olika regleringar i finanssystemet stoppa detta, utan då kommer man att reglera sönder det hela. Jag tror att det är ett absolut måste att vi jobbar vidare med det.

Det kommer att ta tid; så är det. Det går inte att slå upp bostäder hur snabbt som helst. Det talar ännu mer för att man skyndsamt ska komma igång med detta arbete. Det är viktigt.

Jörgen Andersson ställde frågor om en bostadsbubbla. Jag försöker lyfta fram att jag själv inte tycker så mycket om begreppet bostadsbubbla, för jag

tycker att det mest är ett tekniskt begrepp. I praktiken har man någon modell med förklaringsvariabler, och det som hamnar utanför förklaringsvariablerna kallar man för bubbla. Jag vet inte hur mycket det ger.

För mig känns det tillräckligt att säga att om man har prisökningar som är betydligt snabbare än de allmänna prisökningarna och en sådan struktur som vi har i Sverige, som kräver att skuldsättningen stiger för att systemet ska fungera, tycker jag att vi har ett problem. Enligt den studie som kom för ett antal dagar sedan hittar man inte heller någon bubbla i den tekniska meningen. Men man säger också att det inte betyder att det inte finns problem. De faktorer som bestämmer prisutvecklingen kan också ändras, och då kan man få väl så stora problem i alla fall. Studien från 2011 har en inledning som också är rätt kritisk mot begreppet bubbla. Mitt intryck är att inte heller den studien säger att det betyder att det är problemfritt bara för att man inte kan hitta en bubbla i de empiriska studierna.

Det kan vara viktigt att säga något om de förändringar som nu diskuteras. Att byta bort från KPI tolkar jag inte alls som att det handlar om att det ska se bättre ut och att man ska uppfylla inflationsmålet. Det handlar mer om att KPI inte är ett jättebra mått för inflationsändamål. Det är ett kompensationsindex. Det kan vara vettigt att ha med bostadskomponenten, men för inflationsssyften är det inte lika bra. Sedan råkar vi vara i ett sådant läge att andra index i någon mening är lite högre, men eftersom vi redan styr utifrån dessa andra index tycker jag inte att det spelar någon större roll.

En poäng jag försökte göra med inflationsutvecklingen och penningpolitiken är att det inte finns någon särskilt skarp gräns mellan det inflationsproblem vi har och har haft och detta att hade penningpolitiken inte reagerat skulle vi kunna ha fått ett mycket vidare problem. Berättelsen om våren 2015 hade lätt kunnat resultera i ganska omfattande problem. Då tror inte jag att diskussionen hade sett ut som den gör i dag, när man får läsa i tidningen att Sverige går som tåget, och vad sysslar man med på Riksbanken? Jag tycker att det är en poäng att detta ändå hänger ihop, och det kan vi vara glada för. Det är naturligtvis inte bara penningpolitiken som har skapat bra förutsättningar för Sverige, men jag tycker ändå att perioden 2015 var värd att lyfta fram.

*Ordföranden:* Tack så mycket! Det blev rejäla och grundliga svar på frågorna, och därmed är tiden slut. Vi tackar ledamöterna för frågorna och Riksbanken för svaren. Vi avslutar härmed den offentliga utfrågningen om den aktuella penningpolitiken.

## Bilder från utfrågningen

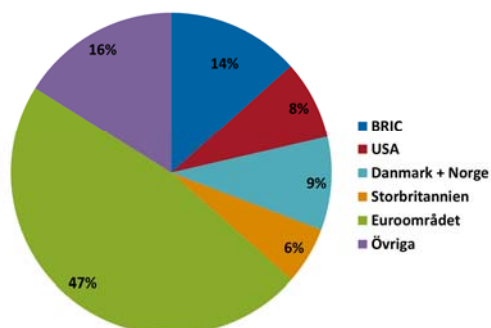
Bilder som visades av Stefan Ingves, Riksbanken



Stefan Ingves  
Riksbankschef

## Sverige – en liten öppen ekonomi

Andelar av Sveriges utrikeshandel, procent



Anm. Andelar i KIX, som är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

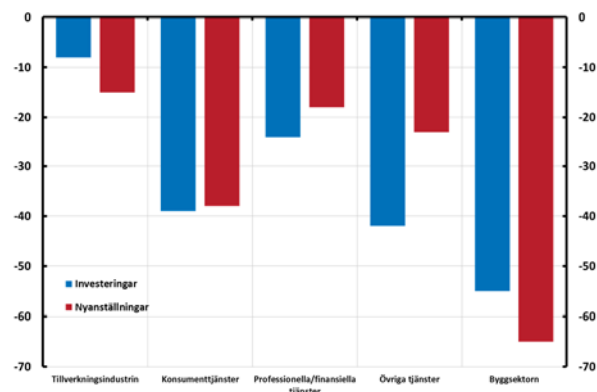
Källa: Riksbanken





## ”Brexit” skapar osäkerhet

Bank of Englands enkät till företag efter folkomröstningen:  
Vilken är effekten på investeringar och nyanställningar?



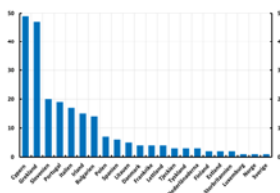
Anm. Nettotal. Stapel under noll innebär negativ effekt.

Källa: Bank of England



## Europeiska banksystemet står inför stora utmaningar

Andelen dåliga lån fortsatt hög i många europeiska banker...



Anm. Procent av total utlåning, mars 2016 respektive index, 2015-01-02 = 100.

...och börsutvecklingen har varit svag

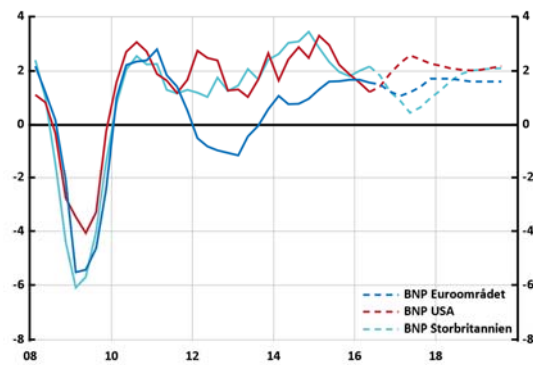


Källor: Macrobond, European Banking Authority och Thomson Reuters





## Återhämtningen i omvärlden fortsätter – i måttlig takt

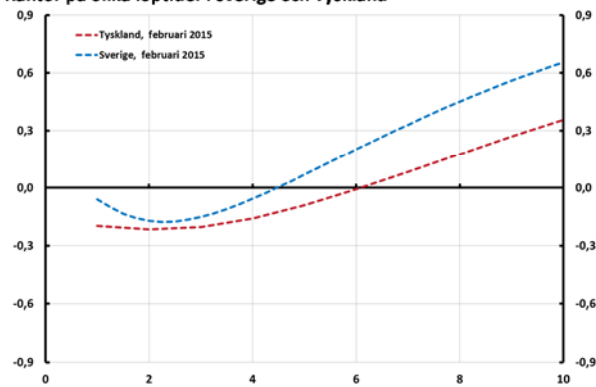


Anm. Årlig procentuell förändring. Kalenderkorrigerade och säsongrensade data. Källor: Bureau of economic analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB och Riksbanken



## Omvärdens räntenivå påverkar förutsättningarna för Sverige

Räntor på olika löptider i Sverige och Tyskland

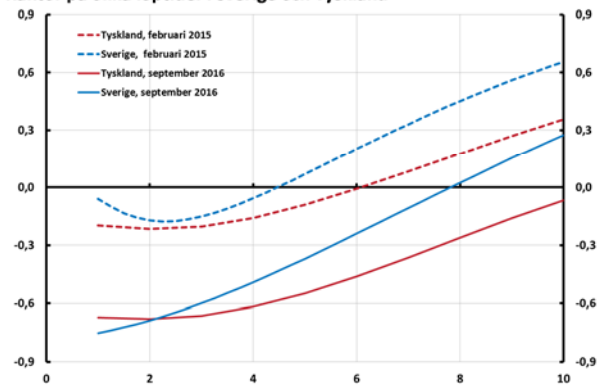


Anm. Statsobligationsräntor, procent. Februari 2015 motsvarar stängningskursen den 11 februari, dvs dagen före publicering av PPR feb 2015. Källor: Macrobond och Riksbanken



## Omvärldens räntenivå påverkar förutsättningarna för Sverige

Räntor på olika löptider i Sverige och Tyskland



Anm. Statsobligationsräntor, procent. Februari 2015 motsvarar stängningskursen den 11 februari, dvs dagen före publicering av PPR feb 2015. Heldragna linjer avser 2016-09-20. Källor: Macrobond och Riksbanken



## Kronan viktig för inflationsutvecklingen

Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

## Importpriserna samvarierar tydligt med växelkursen



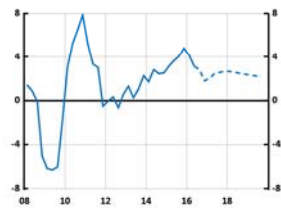
Anm. Årlig procentuell förändring. Växelkurs avser KIX-index.  
Importpriser avser producentledet, exklusive energi.

Källa: SCB

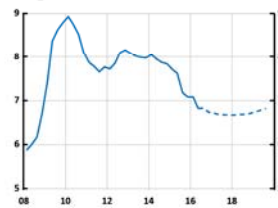
## Sverige står starkt i en osäker omvärld



Den höge BNP-tillväxten dämpas mot mer normala nivåer



Lägre arbetslöshet

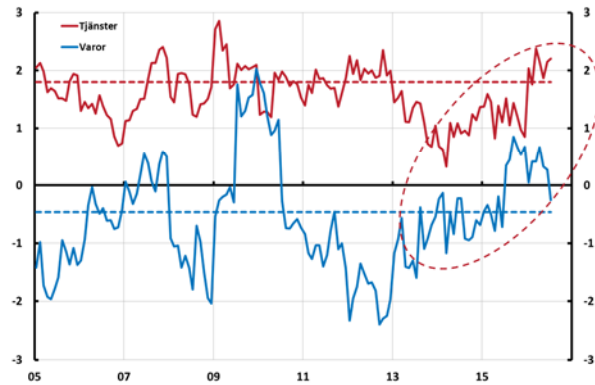


Anm. Årlig procentuell förändring respektive procent av arbetskraften  
15-74 år. Kalenderkorrigerade och säsongrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken



## Stigande trend i inflationen



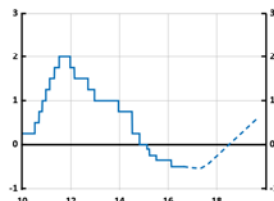
Anm. Årlig procentuell förändring i delaggregatet varor inkluderar inte livsmedel. Delaggregatets vikt är 45 (tjänster) respektive 26 (varor) procent av den totala KPI-korgen.

Källor: SCB och Riksbanken

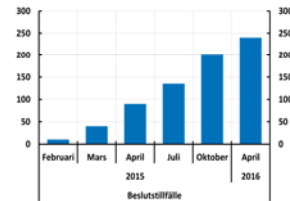


## Expansiv penningpolitik – för inflationen ska fortsätta att stiga

### Reporäntan kvar på -0,50 procent



### Köp av statsobligationer

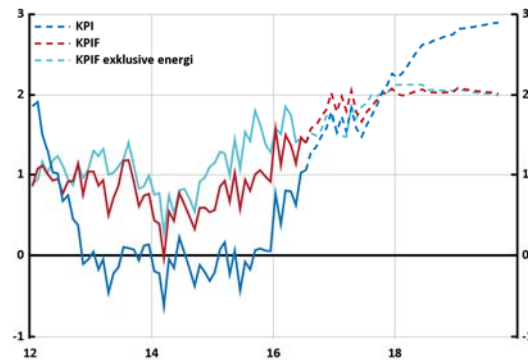


Anm. Procent respektive miljarder kronor.

Källa: Riksbanken



## Inflationen på väg mot målet



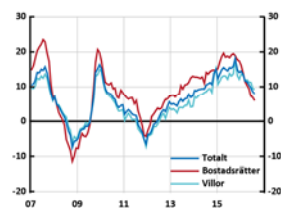
Anm. Årlig procentuell förändring.  
KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

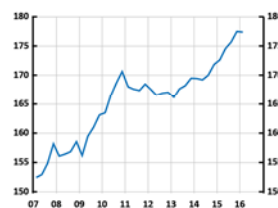


## Men – för att vi ska lyckas på lång sikt måste skuldsättningen hanteras

### Bostadspriser



### Hushållens skuldsättning



- Hyressättningssystemet
- Fastighetsbeskattningen
- Bostadsbyggande

- Bolånetak
- Skuldkvotstak
- Ränteavdrag
- Riskvikter

Anm. Procent respektive procent av disponibel inkomst.

Källor: Valueguard och SCB



## Viktiga frågor framöver

- Penningpolitiska beslut
  - Utvecklingen och penningpolitiken i omvärlden
  - Viktigt att inflationen fortsätter att stiga
  - Vi har beredskap att göra mer om det behövs
- Utvärdering och översyn
  - Riksbankslagen
  - Målvariabel och intervall
  - Erfarenheter av egen ränteprognos

## Bilder som visades av Per Jansson, Riksbanken



Per Jansson  
Vice riksbankschef

## Okonventionell penningpolitik väcker frågor



Källor: SvD, Expressen, DI, VLT



## Behovet av expansiv penningpolitik underskattas

Det finns risker med den mycket expansiva penningpolitiken men...

- Trenden med fallande globala realräntor påverkar även Sverige
- Inflationsmålet en hörnsten i det svenska ekonomisk-politiska ramverket efter 90-talskrisen
- Inflation klart under målet sedan 2011 och fallande förtroende för målet som nominellt ankare
- Sverige är en liten öppen ekonomi – inflationsproblem kan snabbt bli ett betydligt mer allvarligt ekonomiskt problem



## Farligt läge våren 2015

I ett dåligt scenario hade kronan kunnat stärkas som dollarn och pundet...



Graf t.v. växelkurser. ECB kommunicerar beslut om köp av värdepapper den 22 januari 2015 och inleder köpen den 9 mars 2015. Index, 1 Januari 2014 = 100.  
Graf t.h. enhetsarbetskostnader i Industrin, euro, Index, 2010 = 100. Blå kvadrat indikerar effekten av att kronan apprecierar med 30 procent mot euron.

... vilket hade haft fördömande konsekvenser för de svenska företagens konkurrenskraft



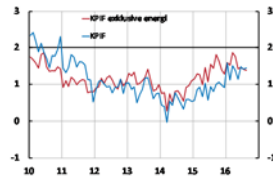
Källor: ECB, Macrobond och Conference Board





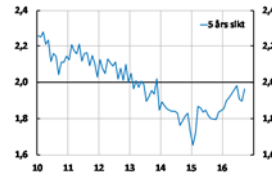
## Inflationsbilden har ljusnat

**Inflationen stiger trendmässigt sedan våren 2014...**



Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Inflationförväntningar enligt penningmarknadens aktörer.

**... och inflationsmålets trovärdighet har stärkts**



Källor: TNS Sifo Prospera och SCB



## Penningpolitiken framöver

- Viktigt med högre inflation: annars blir perioden med låga räntor ännu längre
  - Större risk för negativa sidoeffekter av den expansiva politiken
  - Svårare att motverka nästa konjunkturedgång
- Den allvarligaste negativa sidoeffekten hittills: förvärrar problemet med hushållens skuldsättning – vad händer när räntan stiger?
- Inflationsbilden har förbättrats men den kan mycket snabbt bli sämre igen. Och vi måste vara försiktiga när det gäller växelkursen
- Målvariabel och intervall
  - Betydande problem med KPI som målvariabel
  - Målintervall ingen bra idé

2014/15:RFR1	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Stöd till lokala åtgärder mot övergödning
2014/15:RFR2	TRAFIKUTSKOTTET Hållbara analyser? Om samhällsekonomiska analyser inom transportsektorn med särskild hänsyn till hållbar utveckling
2014/15:RFR3	TRAFIKUTSKOTTET Trafikutskottets offentliga utfrågning om järnvägens vägval
2014/15:RFR4	FÖRSVARsutskottet Blev det som vi tänkt oss? En uppföljning av vissa frågor i det försvarspolitiska inriktningsbeslutet 2009
2014/15:RFR5	UTBILDNINGsutskottet Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige Huvudrapport
2014/15:RFR6	UTBILDNINGsutskottet Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige Delredovisning 3: Enkätundersökning till studieansvariga
2014/15:RFR7	UTBILDNINGsutskottet Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige Delredovisning 4: Den fallstudiebaserade undersökningens första fas
2014/15:RFR8	TRAFIKUTSKOTTET Seminarium om samhällsekonomiska analyser
2014/15:RFR9	TRAFIKUTSKOTTET Sjöfartsnäringen och dess konkurrenskraft
2014/15:RFR10	SKATTEUTSKOTTET Skattebefriade bränslen i industriella processer, så kallade råvarubränslen
2014/15:RFR11	UTBILDNINGsutskottet Utbildningsutskottets offentliga utfrågning om idrott och fysisk aktivitet i skolan – ett sätt att stärka inlärning och hälsa
2014/15:RFR12	KONSTITUTIONsutskottet Konstitutionsutskottets hearing om journalisters och medie-redaktioners säkerhet och arbetsförutsättningar
2014/15:RFR13	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Finsam – en uppföljning av finansiell samordning av rehabiliteringsinsatser
2014/15:RFR14	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Socialförsäkringsutskottets offentliga utfrågning om Finsam – finansiell samordning av rehabiliteringsinsatser
2014/15:RFR15	SKATTEUTSKOTTET Skatteutskottets seminarium om internationellt samarbete mot skatteflykt

- 2014/15:RFR16 NÄRINGSUTSKOTTET OCH UTRIKESUTSKOTTET  
Offentlig utfrågning om ett handelsavtal mellan EU och USA  
(TTIP)
- 2014/15:RFR17 CIVILUTSKOTTET  
Civilutskottets offentliga utfrågning om unga vuxnas möjlighet att  
finansiera ett eget boende

2015/16:RFR1	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Statsråds medverkan i konstitutionsutskottets granskning
2015/16:RFR2	FINANSUTSKOTTET Finansutskottets offentliga utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 24 september 2015
2015/16:RFR3	FÖRSVARSKOTTET Om krisen eller kriget kommer – En uppföljning av informationsinsatser till allmänheten om den enskildes ansvar och beredskap Huvudrapport och Bilagor
2015/16:RFR4	KULTURUTSKOTTET Är samverkan modellen? En uppföljning och utvärdering av kultursamverkansmodellen
2015/16:RFR5	FINANSUTSKOTTET Öppna utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 12 november 2015
2015/16:RFR6	FINANSUTSKOTTET Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015
2015/16:RFR7	FINANSUTSKOTTET Review of the Riksbank's Monetary Policy 2010-2015
2015/16:RFR8	SKATTEUTSKOTTET Punktskattehöjningar på alkohol- och tobaksprodukter – skatteeffekter och påverkan på den oregistrerade anskaffningen av dessa produkter
2015/16:RFR9	CIVILUTSKOTTET Miljömärkning av produkter – En översikt över de miljömärkningar av produkter som finns i Sverige och i de övriga nordiska länderna
2015/16:RFR10	KONSTITUTIONSUTSKOTTET OCH JUSTITIEUTSKOTTET Konstitutionsutskottets och justitieutskottets hearing om radikaliserings och rekrytering till våldsbejakande extremism i den digitala miljön
2015/16:RFR11	KULTURUTSKOTTET Kulturutskottets seminarium om kultursamverkansmodellen
2015/16:RFR12	FINANSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om den aktuella penningpolitiken 23 februari 2016
2015/16:RFR13	SOCIALUTSKOTTET Cancervården – utmaningar och möjligheter
2015/16:RFR14	TRAFIKUTSKOTTET Kollektivtrafiklagen – en uppföljning
2015/16:RFR15	CIVILUTSKOTTET Inventering av forskning inom civilutskottets beredningsområde 2016

2015/16:RFR16	UTBILDNINGSKOTTET Utbildningsutskottets offentliga utfrågning inför proposition om forskning och innovation
2015/16RFR17	KULTURUTSKOTTET Offentlig utfrågning om förutsättningar för svensk film
2015/16RFR18	UTBILDNINGSKOTTET Digitaliseringen i skolan – dess påverkan på kvalitet, likvärdighet och resultat i utbildningen
2015/16RFR19	UTBILDNINGSKOTTET Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige
2015/16RFR20	FINANSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om utvärderingen av penningpolitiken 2010-2015 12 maj 2015
2015/16RFR21	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport 2016
2015/16RFR22	UTBILDNINGSKOTTET Utbildningsutskottets öppna utfrågning om lärarbrist
2015/16RFR23	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets seminarium om cancervården – utmaningar och möjligheter
2015/16RFR24	UTBILDNINGSKOTTET Utbildningsutskottets öppna utfrågning om brist på utbildade inom naturvetenskap och teknik
2015/16RFR25	NÄRINGSUTSKOTTET Näringsutskottets offentliga utfrågning om piratkopiering och andra rättighetsintrång på den digitala marknaden
2015/16RFR26	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om finansieringsmodeller för transportinfrastruktur
2015/16RFR27	CIVILUTSKOTTET Civilutskottets offentliga utfrågning om familjerätten är i takt med tiden

2016/17:RFR1 TRAFIKUTSKOTTET  
It-infrastrukturen – i dag och i framtiden

---

2016/17:RFR2 CIVILUTSKOTTET  
Uppföljning av den nya fastighetsmäklarlagen