

BILAGA 2

Protokoll från öppen utfrågning om penningpolitiken den 18 november 2014

5 Tid: tisdagen den 18 november, kl. 09.00-11.00

Plats: Skandiasalen

Inbjudna:

Stefan Ingves, riksbankschef

10 Per Jansson, vice riksbankschef

Deltagare:

Fredrik Olovsson (S) ordförande

Jonas Jacobsson Gjörtlér (M)

15 Jörgen Hellman (S)

Jörgen Andersson (M)

Emil Källström (C)

Janine Alm Ericson (MP)

Jan Ericson (M)

20 Dennis Dioukarev (SD)

Erik Ullenhag (FP)

Jakob Forssmed (KD)

Marie Granlund (S)

Niklas Wykman (M)

25 Börje Westlund (S)

Maria Malmer Stenegård (M)

Ingela Nylund Watz (S)

Anders Ahlgren (C)

Olof Lavesson (M)

30 Peter Persson (S)

Håkan Svenneling (V)

35

Ordföranden: Finansutskottets sammanträde är öppnat. I dag står offentlig utfrågning om den aktuella penningpolitiken på dagordningen. Stefan Ingves, riksbankschef, och Per Jansson, vice riksbankschef, är på plats. Riksbanken får möjlighet att göra en föredragning, först riksbankschefen och sedan vice riksbankschefen. Sedan finns det möjlighet för ledamöterna att ställa frågor.

40

Stefan Ingves, riksbanken: Tack för att vi ännu en gång får möjlighet att vara här, denna gång med ett nytt utskott.

Jag ska tala om tre saker. För att sammanfatta var vi kommer ifrån kan vi konstatera att inflationen är låg i Sverige. Inflationen är låg också i euroområdet, vilket i hög grad påverkar vad som sker i Sverige. Men i euroområdet är även tillväxten låg. I Sverige har vi, i förhållande till resten av Europa, däremot haft en relativt god tillväxt och också en hygglig utveckling av sysselsättningen.

Frågan är vart vi är på väg. En låg reporänta – noll i dagsläget – hjälper till att förstärka konjunkturen och bidrar till att inflationen, såvitt vi kan bedöma, kommer att stiga mot målet. Några viktiga frågor som vi får leva med under kommande år är att vi ställs inför en värld som går i otakt, inte minst när det gäller penningpolitiken. Såvitt vi kan se kommer penningpolitiken nämligen att utvecklas ganska olika i euroområdet jämfört med i till exempel USA och England. Och en låg ränta bidrar å ena sidan till högre inflation, men å andra sidan är en rad olika risker förknippade med en lång period med väldigt låg ränta. De frågorna ska jag gå in på lite grann i min inledningspresentation.

Som ni ser på den bild som visas är inflationen låg. Den har trendat nedåt under ett antal år. Det betyder att vi för närvarande ligger någonstans runt en halv procent, om man räknar bort de direkta effekterna av ränteförändringar. Det är i och för sig ett tillstånd som vi har haft tidigare men inte särskilt många gånger. Då är det naturligtvis angeläget att få upp inflationen mot vårt inflationsmål på 2 procent.

Hur kommer det sig att inflationen ligger så pass lågt? Det kan man beskriva på olika sätt. Vi har försökt dela upp anledningen till att vi har låg inflation i ett antal olika komponenter. En effekt som finns med där är växelkurseffekten. Efter den riktigt stora krisen försvagades ju kronan ganska kraftigt. Och när världen sedan syntes gå mot någon form av normalisering – vilket tyvärr inte inträffade – stärktes växelkursen. Den vägen får man naturligtvis en effekt på inflationen. Men den effekten är i allt väsentligt borta nu.

En annan effekt som jag ska återkomma till alldeles strax är att det under hela perioden med låg efterfrågan i världsekonomin har varit svårt för företagen att skicka kostnadsökningar vidare till slutkonsumenterna. Företagarna har helt enkelt låga marginaler, och det har varit svårt att ta ut högre priser. Samtidigt har energipriserna fallit i olika omgångar under perioden, inte minst under den senare delen av i år; oljepriset har fallit kraftigt de senaste månaderna. Under den här tiden har prisökningarna på livsmedel också varit låga. Av allt detta kan man, med facit i hand, se att en rad olika faktorer har lett till det låga inflationsutfallet.

Under ett antal år har vi också levt med en viktig trendmässig utveckling i svensk ekonomi, nämligen att varupriser under ett decennium vid det här laget har fallit på ett eller annat sätt. Det må så vara att vi fick med oss en ganska kraftig växelkurseffekt under 2009/10, men varupriserna har ändå fallit i

genomsnitt. Det har att göra med produktivitetsutveckling och innovationer – platt-tv:ar blir allt plattare och allt billigare.

Under den här perioden har tjänstepriserna samtidigt legat på en prisökningstakt nära 2 procent i genomsnitt utom under den allra senaste tiden då tjänstepriserna har legat på en prisökning runt 1 procent. Det är klart att det inte blir mycket inflation om varupriserna ligger på en negativ prisökningstakt och om tjänstepriserna samtidigt bara ökar med 1 procent.

Den stora frågan är hur trenderna kommer att se ut framöver. Kommer detta att fortsätta när det gäller varupriser? Har det hänt någonting som är annorlunda när det gäller tjänstesektorn, eller kommer prisökningstakten för tjänstepriser att gå tillbaka till runt 2 procent? Det är väldigt stora och viktiga frågor som vi får fortsätta att rota i.

Vi har frågat ett stort antal företag hur de ser på prisökningar och möjligheten att föra prisökningar vidare ut mot konsumenterna. Det räcker att titta på staplarna på bilden som visas för att notera att de ligger mera till vänster än till höger. Det är ett annat sätt att visa att ett större antal företag tycker att det är som normalt eller svårare än normalt när det gäller att föra prisökningar vidare. Det har att göra med den allmänna efterfrågan i världsekonomin. Efterfrågan är låg, men man säger sig även uppfatta detta som tilltagande inhemsk konkurrens på ett eller annat sätt – vad det nu innebär egentligen. Det verkar helt enkelt hända saker när det gäller e-handel eller vad det nu är som gör att det är svårare än tidigare att ta ut prisökningar.

Om vi tittar på inflationen i omvärlden kan vi se att bilden ändå är någorlunda densamma, det vill säga att inflationstakten är låg eller på väg ned. Den amerikanska ekonomin skiljer sig något på senare år eftersom priserna faktiskt är lite mer på väg upp där. Och som vi ser på bilden som visas är prisökningstakten i euroområdet låg, ungefär densamma som i Sverige.

Därutöver kan vi notera att tillväxten är fortsättningsvis svag, särskilt i euroområdet. Det påverkar naturligtvis Sverige i hög utsträckning eftersom vi ligger där vi ligger geografiskt. Men det är också intressant att notera att tillväxten i ett handelsvägt index av länder som vi handlar med nu ligger på ungefär samma nivå som den amerikanska ekonomin. Det gynnar naturligtvis Sverige, oaktat de trassel euroområdet har.

Om vi tittar på det här diagrammet så kan vi också jämföra BNP i olika länder och regioner. Vi har här satt det fjärde kvartalet 2007 till 100, det vill säga slutet på det som på engelska kallas för The Great Moderation – Det stora lugnet. Vi föreställde oss då att världen skulle vara trevlig, lugn och systematisk framgent. Det visade sig att det inte var på det sättet. Vi fick en stor finansiell kris och alla möjliga ekonomiska bekymmer, av olika skäl på olika håll i världen.

Med slutet av 2007 som utgångspunkt kan vi på de grafer som visas se att den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i USA ser ganska lika ut i nivåtermer. Det gäller även Storbritannien medan man inom euroområdet fortfarande kämpar med att få upp BNP-nivån över nivån för 2007. I det

avseendet har vi haft en ganska gynnsam utveckling i den svenska ekonomin jämfört med på många andra ställen.

På bilden över sysselsättningsgrad kan vi se att sysselsättningsgraden i Sverige, den röda grafen alldeles överst, har stigit under ett antal år. Detsamma har skett i Storbritannien och sakta i USA medan sysselsättningsgraden i euroområdet dessvärre har fallit under hela tidsperioden. Även beskrivet på det sättet har vi klarat oss ganska bra, givet alla olika ekonomiska bekymmer som finns i vår omvärld.

Det är en allmän beskrivning av var vi kommer ifrån. Då kan man fundera lite på vart vi är på väg. Nollränta under en lång period förstärker konjunkturen och bidrar till att inflationen stiger mot målet. Det är ett sätt att hålla efterfrågan i svensk ekonomi uppe eftersom det med nollränta kort och gott är billigt att låna. Det är grundidén med det hela.

På bilden som visas nu kan vi se sammansättningen av efterfrågan. Vi har några år med svag exportutveckling bakom oss. Exporten har inte alls ökat på samma sätt som den har gjort under ganska lång tid, i genomsnitt. Vi hade då exportökningar på cirka 5 procent. Å andra sidan ligger vi i dagsläget på en konsumtionsökning över den genomsnittliga konsumtionsökningen i svensk ekonomi, inte minst eftersom vi har haft en mycket god realinkomstutveckling i hushållssektorn. Över tiden behöver det balanseras om eftersom exporten kommer att öka, vilket också är vår prognos. Man får då lite lägre konsumtionsökningar än tidigare. Vi tror också att det är en ganska bra ombalansering i svensk ekonomi över tid eftersom det är en normalisering av hur det brukar vara.

Om vi tittar på detta i tillväxttermer kan vi utifrån graferna över de närmaste åren notera att tillväxten i Sverige och tillväxten i den amerikanska ekonomin såvitt vi kan se kommer att ligga på ungefär samma nivå. Tillväxten i Europa kommer samtidigt att vara låg eller till och med mycket låg under ett antal år. Det beror på att ganska stora anpassningar måste till i Europa på ett eller annat sätt, inte minst en anpassning mellan södra Europa och norra Europa. Det betyder att tillväxten i Europa kommer att vara låg under ett antal år. Det är en faktor som naturligtvis kommer att påverka och påverkar svensk ekonomi och som under hela den prognosperiod vi pratar om här utgör ett orosmoment.

Vi tror samtidigt att arbetsmarknaden kommer att fortsätta förbättras. Sysselsättningsgraden stiger sakta. Skalan på bilden som vi ser gör att siffrorna ser ganska dramatiska ut i fråga om sysselsättningsgrad, men det viktiga är att trenden går sakta uppåt. Vår bedömning i den allra senaste penningpolitiska rapporten är att arbetslösheten kommer att fortsätta gå ned eftersom efterfrågan i svensk ekonomi på ett eller annat sätt blir bättre, via export eller via hushållssektorn. Siffrorna för till exempel varsel och sådant är också förhållandevis låga, vilket talar för att utvecklingen på arbetsmarknaden borde bli bättre de närmaste åren.

I inflationstermer är vår bedömning att inflationen kommer att fortsätta gradvis uppåt. Då får vi det vanliga fenomenet att när det vänder efter att

inflationen har legat framför allt konstant, i det här fallet lågt och konstant, går det ganska hastigt uppåt. Konsumentprisindex, KPI, kommer också att slå över vårt mål på 2 procent ganska rejält – eftersom vi så småningom får med oss räntehöjningar. Men om vi å andra sidan tittar på KPIF utan räntehöjningar närmar vi oss 2 procent under loppet av 2016. Det är viktigt för utvecklingen i svensk ekonomi eftersom 2 procent är ett slags normgivare för den allmänna ekonomiska utvecklingen. Det är också en viktig faktor som spelar roll för löneutveckling och prissättning av allehanda slag.

Av det skälet är det också viktigt att vi har väl förankrade inflationsförväntningar. De har nästan alltid den egenskapen att de på kort sikt, i det här fallet ett eller två år, tenderar att ligga ganska nära den observerade inflationen. Men på lite längre sikt ska de normalt sett ligga ganska nära 2 procent. Det gör de också fortfarande. På fem års sikt är inflationsförväntningarna nämligen fortsättningsvis ganska nära 2 procent. De ligger just nu runt 1,8.

I ett penningpolitiskt perspektiv betyder den senaste räntesänkningen att vi har satt alla räntor till noll. Det finns ett visst mått av symbolik i detta eftersom vi har reporäntan men också inlåningsräntan. Noll är alltså för närvarande alltid noll när det gäller inlåning i riksbanken, vilket gör det enkelt att förklara vad som gäller. Det betyder att räntan, såvitt vi kan bedöma i dagsläget, kommer att ligga på noll till någon gång under 2016 för att sedan gradvis börja höjas. Men i ett historiskt perspektiv pratar vi ändå om en väldigt låg ränta under överskådlig tid eftersom den allmänna räntenivån kommer att ligga långt under den räntenivå som vi föreställer oss i ett längre tidsperspektiv.

Det kan också vara värt att illustrera svenska räntor i förhållande till räntor utomlands, även om det blir många grafer. Det kan mätas på en rad olika sätt. Om vi tittar på räntor som hushåll i Sverige möter, den röda grafen på diagrammet som visas, kan vi se att räntenivån i Sverige är väldigt låg jämfört med i Storbritannien, USA och euroområdet. Man kan pilla sönder det på en rad olika sätt, men det här är ändå en någorlunda hygglig sammanfattning. De räntor som företag möter är ungefär desamma i USA, Sverige, euroområdet och Storbritannien. Inom euroområdet hittar man naturligtvis ganska stora skillnader beroende på om ett land har stora bekymmer eller inte. Men det betyder i alla fall att den svenska penningpolitiken mätt på det här sättet är minst lika eller ännu mer expansiv än i en lång rad andra länder som också för en expansiv penningpolitik. Det tenderar ibland att hamna lite i skymundan.

Vad innebär det då att vi har en värld som är i otakt? Och vad betyder det för Sverige? Låt mig säga några ord om det och om vad låg inflation innebär när det gäller inflation men även ökade risker.

Penningpolitik tenderar att fokusera på ett ganska kort konjunkturperspektiv och tidsperspektiv, två tre år eller någonting sådant. Om vi i stället tittar på ränteutvecklingen i ett femtioårsperspektiv kan vi se att en lång rad räntor har rört sig sakta nedåt under ganska många år vid det här laget. Om vi tittar på ränteutveckling i det tidsperspektivet lär de knappast röra sig uppåt med raketfart heller. Det innebär att det globalt sett är mest sannolikt att

vi kommer att ha förhållandevis låga räntor under överskådlig tid. Det betyder rimligtvis också att vi kommer att ha en ganska låg realränta på många olika håll i världen. Kort och gott betyder det även att en liten öppen ekonomi som den svenska mer eller mindre importerar den räntenivån. Och det ska ganska

5 mycket till innan den svenska räntenivån skulle skilja sig dramatiskt från detta.

Om vi accepterar att räntenivån är som den är och att den kommer att vara låg under överskådlig tid ställs vi ändå inför frågan om hur vi ska se på svensk penningpolitik och var vi ska positionera oss i en värld som går i otakt. Med i otakt menas att de streckade graferna, som vi ser på bilden, visar vad man

10 föreställer sig om den penningpolitiskt satta räntan i USA, Storbritannien och euroområdet. Det mest sannolika – vi vet inte hur det kommer att utvecklas framgent – är att räntorna kommer att börja höjas snabbare i USA och Storbritannien eftersom det går bättre där än på många andra ställen. Och det kommer att ske mycket snabbare än i euroområdet.

15 Sverige som handlar med alla är beroende såväl av vad som sker på eurosidan men också på dollarsidan. Och vi måste då välja var vi ska lägga oss. Det beslut som vi har fattat i fråga om penningpolitiken är att vi lutar lite åt eurohållet när det gäller räntesättningen. Men eftersom vi inte har samma ekonomiska bekymmer som inom euroområdet räknar vi med att börja höja

20 räntan något snabbare.

Vår förhoppning med strategin att rita ut en räntebana där vi kommer att ligga under dollarräntor och pundräntor ett bra tag är att kronan inte stärks på ett sådant sätt att vi får ännu mer bekymmer med inflationen i Sverige. Det är också ett fenomen som finns i bakgrunden. Sedan är det alltid genuint svårt att

25 göra kronprognoser. Men en räntesättning som bygger på den här synen på världen och Sveriges position i världen i fråga om penningpolitiken bör leda till att kronan inte stärks för mycket i något avseende så att vi får ytterligare problem med inflationsutvecklingen.

I en värld där det är väldigt billigt att låna och där räntorna har fallit under lång tid fortsätter hushållens skulder samtidigt att växa. Det är ett bekymmer eftersom hushållen, i den prognos som vi gör, kommer att fortsätta låna. Och de kommer att fortsätta låna alltmer under överskådlig tid. Ju mer man lånar, desto större risk får vi i den svenska ekonomin. Och det är ett bekymmer som

30 behöver hanteras.

Jag har i andra sammanhang sagt att vi egentligen skulle behöva två olika räntor i Sverige, en ränta för företagen och en för hushållen. Det kan vi inte åstadkomma. Då får man med andra metoder se till att hushållens ränta, uttryckt på det sättet, inte blir för låg. Det är en långsiktig fråga och en viktig fråga eftersom vi får slita med den under många år innan vi sannolikt kan

40 vända den här trenden som inte alls är bra.

Om vi tittar på hushållens skuldsättning – det kan göras på en rad olika sätt, och detta är bara ett sätt att sammanfatta – kan vi om vi tittar på alla hushåll se att vi ligger någonstans runt 170–180 när det gäller den så kallade skuldkvoten mätt som en andel av disponibel inkomst. Om vi bara tittar på bolånetagare

45 kan vi se att vi ligger någonstans runt 300 procent. Och om vi tittar på mycket

högt belånade bolånetagare – då pratar vi om hushåll i förorter till storstäderna – kan vi se att de som har allra högst belåning ligger någonstans över 600 procent. Det är klart att man med skulder på den nivån är mycket känslig för förändringar. Om man ligger på en sådan nivå måste man noga tänka efter hur man ska klara det den dagen räntorna stiger. En sådan dag kommer nämligen att inträffa.

I länder där huspriserna har fallit under krisen har konsumtionen i regel också minskat medan konsumtionen i länder där det inte har skett – Finland, Sverige, Kanada och Norge – har kunnat hållas på en ganska hygglig nivå. Det är inga konstigheter med det eftersom man i ett dåligt scenario där huspriserna faller under belåningsgraden på fastigheten naturligtvis börjar fundera på hur man ska kravla sig ur situationen. Då börjar man amortera och konsumera mindre. Och det slår snabbt igenom i hela samhällsekonomin eftersom den allmänna efterfrågan faller i ett sådant scenario. Det är framför allt det som vi vill undvika. Därför är det viktigt att se till att skulderna inte växer obegränsat. Då är sannolikheten nämligen allt större att vi får den typen av problem längre fram, vilket ett antal länder – de som vi kan se längst ned till vänster på bilden som visas – har fått.

Det behöver man hantera, och det gäller att väga här. En lång period med låg ränta bidrar självfallet till högre inflation, och vi behöver få upp inflationen. Men samtidigt ökar då riskerna i ekonomin, vilket betyder att man behöver dra i andra spakar för att hushållens skulder inte ska bli för stora. Det är därför som vi i dagsläget har denna livliga diskussion om hur det ska gå till.

För att summera är den bedömning som vi gör i dagsläget att den svenska konjunkturen förbättras men att inflationen är för låg. Mot den bakgrunden är den mycket expansiva penningpolitik som vi bedriver för närvarande motiverad. Det innebär att vi kommer att hålla nollränta tills inflationen stiger tydligt och tills den stiger mot vårt mål på 2 procent.

Per Jansson, riksbanken: Som Stefan var inne på är det klart att det blev viss dramatik kring siffran noll när styrräntan sänktes till noll. Men jag tycker att det är viktigt att sätta det beslutet i ett lite större sammanhang. För att komplettera den bredare bild som Stefan gav vill jag gärna gå igenom lite mer i detalj vad som har hänt under det senaste året. I det sammanhanget vill jag också ge uttryck för hur vi ser på den låga inflationen och på vilket sätt den är bekymmersam. Mot slutet vill jag också dela med mig av några reflektioner om framtiden.

Jag brukar ganska bestämt vända mig emot synen på penningpolitiken som ett misslyckande i ett längre perspektiv. På det diagram som visas ser vi att KPIF-inflationen har legat på i genomsnitt 1,7 procent sedan inflationsmålet infördes. Jag menar att det är så bra ett sådant här system blir med ett mål på 2 procent.

När man funderar på måluppfyllelsen för politiken är det viktigt att gå tillbaka lite grann och reflektera över hur det såg ut på 1970/80-talen när vi hade en inflationstakt på 7–8 procent i genomsnitt, beroende på mått.

Inflationen kunde vara 12–13 procent det ena året och 6–7 procent det andra året. Det ställde naturligtvis till det ganska ordentligt i ekonomin, inte minst för lönebildningen som på den tiden inte alls fungerade särskilt bra. Vi hade ofta höga nominella löneökningar men i princip inga reala ökningar i plånböckerna för hushållen. Jag tycker ofta att ett sådant lite bredare synsätt på inflationsmålet kommer bort när vi diskuterar tiondelarna hit och dit.

En synpunkt som har kommit fram i sammanhanget är att KPI-inflationen – vi har ett mål i termer av KPI-inflation och inte KPIF – har blivit lägre. Men det är lite kontraproduktivt att betona det eftersom den enda skillnaden mellan KPIF- och KPI-inflationen är effekter av direkta räntesänkningar. Att KPI-inflationen ligger lägre i snitt är helt enkelt ett uttryck för att vi har sänkt räntan mer än vi har höjt den under den här perioden. Och perioden är helt enkelt för kort för att man ska få bort de effekterna när det gäller KPI-inflationen. Om man i stället betonar KPI-inflationen i genomsnitt betonar man implicit att penningpolitiken borde ha varit mer kontraktiv än den har varit. Det tror jag inte alltid är meningen. Egentligen vill jag bara passa på att nämna det.

Även om inflationen har varit ganska okej i ett längre perspektiv har den under senare tid varit för låg. Ungefär från mitten av 2011 började KPIF-inflationen att falla mer rejält under 2 procent, och den har sedan under en period legat och pendlat upp och ned runt 1 procent för att under senare delen av 2013 glida ned mot en halv procent och pendla i genomsnitt kring detta. Det är klart att den utvecklingen är en betydande avvikelse från målet, och det är naturligtvis bekymmersamt.

Jag vill gärna fokusera på 2013–2014 och vad som då hände. Här har ni KPIF-inflationens utfall från januari 2013 fram till i dag, och här är Riksbankens prognoser. Det man kan notera under den här perioden är att vi vid flera tillfällen har drabbats av ganska betydande prognosfel. Det är viktigt att inse att de prognoser som visas här är prognoser på kort sikt, i regel en eller två månader fram i tiden. De är de mest färskas prognoserna jämfört med respektive utfall. Så här stora prognosfel brukar man inte ha i prognoser på kort sikt.

Man kan lägga till marknadens prognoser. Med marknaden menar jag då ett genomsnitt av ett stort antal andra prognosmakare, svenska banker och andra institut. Då ser man att bilden är densamma även för dem. Också där är det betydande prognosfel för de kortsiktiga prognoserna under den här perioden. Tittar man i detalj ser man att det i princip är samma månader som för Riksbanken som de stora prognosfelen uppträder.

Man kan summera att vi under den här perioden har haft en serie av upprepade prognosfel bland svenska prognosmakare både Riksbanken och andra. Inte ens de lägsta prognoserna var sådana att man fångade upp de låga inflationsutfallen. Av detta har vi dragit slutsatsen att en hel del tyder på att vi har att göra med ett lägre underliggande inflationstryck, och det ska jag strax återkomma till.

Innan det vill jag visa några bilder som även Stefan visade. Det är inte så att den låga inflationen har lett till några större negativa avtryck i realekonomin. BNP i nivå har återhämtat sig sedan krisåren, återhämtningen är inte lika snabb som i USA, men klart bättre än i euroområdet och i Storbritannien. Tittar man på det här i BNP per capita-termer är ökningen mindre, men relativt sett är den ännu bättre för svenskt vidkommande jämfört med andra länder.

Sysselsättningsgraden var naturligtvis hög i Sverige redan före krisen, men det gapet har snarare vidgats under perioden så att vårt försprång i termer av sysselsättningsgrad är ännu större nu än vad den var före krisen.

Det är inte så lätt att hitta några tydliga negativa avtryck i den reala ekonomin. Bekymret ligger mera isolerat på inflationssidan. Även detta var en bild som Stefan visade. De långsiktiga inflationsförväntningarna tolkar vi som ett uttryck för förtroendet för penningpolitiken. I inflationsförväntningar på längre sikt tar man hänsyn till att det finns en reaktion från Riksbankens sida.

De femåriga förväntningarna har glidit ned successivt. Ser man i detalj har de glidit ned i princip varje månad under 2014 fram till augusti. Det är inte så att talen är väldigt alarmerande. Som värst har de legat på 1,7 procent – bara tre tiondelar under inflationsmålet. Men det gäller också att agera förebyggande. När de väl har fallit för lågt är ju förtroendet förlorat, och då kan man behöva investera på nytt i förtroendet och det kan vara kostsamt. Så det gäller att agera i förebyggande syfte och förhindra att så sker.

Dessbättre har de långsiktiga inflationsförväntningarna under de tre senaste månaderna vänt upp, inte mycket sett till siffrorna, men det är viktigt att trenden som har pågått under 2014 har brutits. Vi föreställer oss att detta i viss mån hänger ihop med signaler som penningpolitiken har lämnat.

Vi har sänkt reporäntan med 200 räntepunkter sedan slutet av 2011. Sänkningen påbörjades alltså innan det blev värre 2013 och 2014. Men vi har reagerat förstärkt på den låga inflationen när utfallen blev allt sämre från slutet av 2013. Där har vi sänkt reporäntan med 100 räntepunkter på mindre än ett år, vilket är en stor lättnad i penningpolitiken under kort tid.

Vi har inte bara sänkt reporäntan, utan ni vet ju också att vi har en prognosbana för vår egen ränta. Där har vi då flyttat fram tidpunkten för första räntehöjningen från slutet av 2014 fram till mitten av 2016. Vi har också sänkt räntan på tre års sikt i den prognosen från ungefär 3 procent till 1,75 procent.

Sammantaget har det skett betydande penningpolitiska lättnader för att möta den lägre, underliggande inflationen.

Låt mig avsluta med lite tankar om framtiden. Mot bakgrund av de kraftfulla penningpolitiska lättnaderna är vi i direktionen överens om att dessa effekter ännu inte fullt ut är synliga i systemet. Det kommer att ta lite tid. Då menar vi att de kraftiga stimulanserna kommer att vara tillräckliga för att göra att inflationen stiger mot målet.

Men det är klart, det här är en prognos och den är osäker. Men vi måste ha alternativa planer ifall prognosen inte slår in. Då finns det ett litet utrymme

kvar när det gäller räntepolitiken. I teknisk mening vet vi hur man implementerar en negativ ränta. Det krävs ytterligare en del jobb om det är önskvärt att ha en negativ ränta. Det finns ju inget land som har haft ordentligt negativa marknadsräntor, så det är en svår fråga.

5 Vi kan också senarelägga tillfället för en första höjning. Och vi kan också förstärka vår kommunikation om våra intentioner i penningpolitiken.

Sedan har vi också samma verktygslåda som andra länder när det gäller okonventionella åtgärder. Det kanske är så i Sverige att de inte är så tilltalande mot bakgrund av att vi ändå har ett hyggligt fungerande finansiellt system. Vi har ganska låga långa räntor, och vi har snarare en svag än en stark växelkurs. Många av de förutsättningar som har rått i andra länder, där man har implementerat okonventionella åtgärder, finns inte i Sverige. Men det kan det ändra sig, och då behöver vi fundera igenom vilka åtgärder som i sådana fall skulle kunna vara lämpliga att vidta.

15 Signalerna om att penningpolitiken nu är starkt inriktad på att få upp inflationen är väldigt tydliga. Vi har, som sagt, sänkt räntan och räntebanan på ett kraftfullt sätt under en längre tid. Men det viktiga är naturligtvis också att inflationen så småningom stiger, och det tror vi att det finns förutsättningar för.

20 Stefan var inne på att det finns negativa sidor av låga räntor, och det är viktigt att se att ett sådant här storskaligt experiment med låga räntor har världen aldrig tidigare sett. Det finns helt enkelt ingen som vet vad riskerna är på det här området. Men man måste vara medveten om att det finns risker.

I Sverige, där hushållens skuldsättning är en viktig fråga, kommer en sådan här penningpolitik snarast att förvärra riskerna. Då blir det än mer viktigt att andra åtgärder tacklar dessa problem.

Ordföranden: Jag ska själv ställa den första frågan och också kommentera det som Per Jansson tog upp om inflationsprognoserna. Vi har också uppmärksammat de prognosmissar som har gjorts. I den externa utvärdering som det förra utskottet beställde är just inflationsprognoserna och arbetet kring dem ett av de områden som vi vill få ytterligare belyst. Det är naturligtvis väsentligt.

35 Jag vill ställa några frågor om nollräntan. Det är ju inte enbart en svensk företeelse. Vi såg också på bilderna att nollränta eller i vart fall låga räntor gäller också globalt. Det är en utveckling som har pågått länge. Man ska kanske inte säga att den är permanent, för ingenting tycks ju vara permanent i världen. Men hur påverkar den här mycket låga räntenivån möjligheterna för penningpolitiken i Sverige? Ni var inne och resonerade i det häradet, om hur ni ser räntebanan i förhållande till dollar och euro. Hur påverkar det möjligheterna att komma upp till målet om 2 procents inflation?

Jag vill också ställa en fråga om utvecklingen av skulderna. Om man drar ut dessa linjer ganska långt tillbaka i tiden får man ju en bild. Om man ser på de tre fyra senaste åren tycks ju utvecklingen inte vara lika dramatisk som den

var under hela tioårsperioden. Det har vidtagits åtgärder som till exempel ökade riskvikter, bolånetak och annat. Är de åtgärderna inte tillräckliga, trots att det ser ut så på era bilder? Är det då räntesänkningen som gör att takten på skulderna skulle öka kraftigt återigen? Hur stor ökning blir det av en sådan räntesänkning som ni nu har genomfört? Hur stort genomslag kommer den att ge på skuldsättningens tillväxt framöver?

Jonas Jacobsson Gjörtler (M): Tack, riksbankschefen och vice riksbankschefen för era föredragningar! Vi befinner ju oss i ett intressant och på många sätt väldigt ovanligt läge, som också har beskrivits här, med en historiskt låg ränta samtidigt som den svenska ekonomin på de flesta sätt beskrivas som stark. Vi har ett bra läge i den svenska ekonomin. Ändå är räntan noll. Det är unikt och visar lite grann på de problem som finns, kanske framför allt i vår omvärld. Det illustreras på en rad olika sätt i det material som vi har.

Vi har under flera år haft en situation där den svenska ekonomin bärs upp av den inhemska efterfrågan, vilket ni också här har illustrerat. Exporten har varit svag under en längre tid. Det är konsumtionen här hemma som håller i gång hjulen i ekonomin.

Då vill jag ställa en fråga om hur ni analyserar en tänkbar utveckling framöver. Ni beskriver att ni tänker er att vi inom några års sikt borde växla över i en mer exportorienterad ekonomi igen. Efterfrågan på exportsidan borde alltså öka. Det skulle i så fall kunna täcka upp för eventuella minskningar av den inhemska konsumtionen.

Det finns vissa risker här. Det kan till exempel vara så att om man till exempel genomför politiska förslag som dämpar konsumtionen och om man minskar det ekonomiska utrymmet för hushållen får detta naturligtvis effekter på ekonomin. Vad händer då om det sker innan exportmarknaden tar fart? Gör ni eller kommer ni att göra beräkningar av vilka effekterna blir av den typen av förslag och förändringar? Hur ser ni på att era verktyg i så fall kan svara upp mot sådana förändringar? Dessa saker, penningpolitik och finanspolitik, hänger så klart ihop. Det vore intressant att se vilka bedömningar som ni gör av de förslag som till exempel läggs på riksdagens bord? Hur påverkar de efterfrågan i den svenska ekonomin och vad kan ni göra för att balansera det?

Stefan Ingves, Riksbanken: Den första frågan handlade om låga räntor i omvärlden och låga räntor i Sverige. Med fria kapitalrörelser och en väldigt stor export och import, så importerar vi i ganska stor utsträckning penningpolitiken från utlandet. Om vi skulle avvika för mycket när det gäller den svenska räntesättningen skulle det sannolikt påverka växelkurserna kraftigt.

När inflationen är för låg i Sverige talar det för att vi i stort sett får samma räntenivå eller till och med lägre än på en del andra håll i världen. I det avseendet är vår frihetsgrad något begränsad. Det får vi nog leva med under överskådlig tid, även om det är nog så svårt att göra växelkursprognoser därför

att allt möjligt kan inträffa. Men rent allmänt – om man ser på den grafen som visar hur den allmänna räntenivån har fallit i världen under lång tid så återspeglas detta väldigt väl av den allmänna räntebilden i Sverige. Det är ungefär de villkor som man har i en liten öppen ekonomi som den svenska.

5 Den andra frågan handlade om skulder. Vår bedömning är att skulderna med den nuvarande räntenivån kommer att fortsätta uppåt under överskådlig tid. De åtgärder som man har aviserat från Finansinspektionen är ytterst begränsade. De räcker sannolikt inte därför att det är ganska måttliga förändringar i dessa system som vi pratar om. Det betyder att skulderna
10 sannolikt kommer att fortsätta uppåt under lång tid framöver, om inte ytterligare åtgärder vidtas.

Vi får naturligtvis se vilka siffror som tickar in här under de närmaste månaderna och åren. Men det är den bedömning som vi gör i dagsläget.

Sedan exakt hur mycket 25 punkter på räntan gör så har jag inte direkt
15 siffrorna i huvudet. Det betyder en del naturligtvis. Om räntan är låg jämfört med när den är hög lånar man mera.

Samtidigt kommer vi inte ifrån att vid den nuvarande räntenivån är det en lång rad andra faktorer som också spelar väldigt stor roll, eftersom vi har en kraftig ojämvt på vår bostadsmarknad. Denna ojämvt behöver hanteras,
20 och inte minst är det angeläget att på ett eller annat sätt öka utbudet av bostäder. Om det inte ökar kommer prisökningarna att fortsätta, och då – som jag har sagt i andra sammanhang – kan man inom finanssektormrådet sätta på ett plåster i ena hörnet genom att göra det svårare och svårare att låna. Men det kommer inte förändra den fundamentala ojämvt. Dessutom kommer
25 vi att få hushåll med allt större skulder, och det är inte bra för svensk ekonomi.

Jonas Jacobsson hade en fråga om att dämpa konsumtionen och olika typer av åtgärder. Jag visade ju den prognos som vi har gjort när det gäller konsumtionen och exporten, och det är vår bästa bedömning i dagsläget. Gör man något helt annorlunda eller om det blir en annorlunda ekonomisk politik
30 än den som ligger till grund för vår bedömning, då blir ju världen naturligtvis helt annorlunda.

Men det grundläggande i dagsläget är att konsumtionsutvecklingen är god. Exporten är svag, men över tiden kommer detta att balanseras om eftersom tillväxten blir högre i världsekonomin jämfört med vad den varit här. Inte
35 minst kommer tillväxten i sakta mak att krävla i gång i Europa. Men i dagsläget är det svårt att sträcka sig längre än till den typen av allmänna utsagor, för då är vi inne i ett slags finjustering av än det ena och än det andra. Det är inte möjligt att göra en sådan i dagsläget. Händer det stora saker, ja, då får vi helt enkelt göra en ny prognos längre fram.

40 *Per Jansson, Riksbanken:* Fredrik Olovsson frågade vilka möjligheter vi har, givet de låga räntorna som sköljer in över Sverige. Ett perspektiv där är att de låga räntorna är till för att stimulera tillväxten i omvärlden och få till en återhämtning, och det är något som i förlängningen gynnar även Sverige.
45 50 procent av vår BNP går ju till export. En förutsättning för att det ska fungera

i Sverige är naturligtvis att det finns en tillväxt i omvärlden. Det är det grundläggande som man inte får glömma.

Sedan är det helt klart ändå så att vårt ränteläge relativt omvärlden spelar roll för oss. Det har en effekt på kronan. Det är något som vi bör ta in i våra
5 funderingar kring hur penningpolitiken bäst läggs upp. Stefan visade ju en bild. Vi tror att om vi är positionerade efter Storbritannien och USA men före euroområdet när det gäller räntehöjningar så har vi fullt genomförbar strategi för penningpolitiken. Det är också motiverat av att problemen i Sverige inte är lika omfattande som de är i många delar av euroområdet.

10 Men det är inte bara ränteskillnaderna som spelar roll, utan även att få i gång tillväxten i omvärlden är ju centralt. På det sättet är stimulanserna där önskvärda också för svensk del.

När det gäller skuldtutvecklingen och vår syn på att våra åtgärder där inte är tillräckliga är det viktigt att notera att det läge som vi nu har i Sverige är att
15 systemet matas med bostadsprisökningar på mellan 10 och 15 procent i årstakt, beroende av vad man tittar på.

Det är sannolikt så att de fulla effekterna av dessa bostadsprisökningar ännu inte syns i de kreditökningstal som vi nu läser av. Med stor sannolikhet kommer kreditökningstalen att öka, och det snabbare än vad de disponibla
20 inkomsterna gör framöver. Till det här bidrar förstås också till den låga räntan, som jag var inne på i mitt första inlägg. Då är det rimligt att tro att skulderna kommer att fortsätta att stiga också som andel av den disponibla inkomsten.

När det gäller skuldkvoten för samtliga hushåll – jag uppfattade att det var det som Fredrik var inne på – kan man se en tendens till att ökningstalen har
25 stannat av under senare år. Men samma mönster syns inte om man bara tittar på dem som är skuldsatta. Där har vi mer haft en ökningstendens även under de här åren, därtill till nivåer, som Stefan också visade, som är mer oroväckande än för den samlade skuldkvoten, vilket i och för sig är självklart när det rör sig om skuldsatta. Men där har vi ändå haft en fortsatt uppåtgående
30 dynamik och, som jag sade, jag tror att detta kommer att fortsätta framöver när bostadspriserna fullt ut inverkar på systemet.

En annan grej som man kan fundera över i det här sammanhanget är om det är nivån eller förändringen av skuldkvoten som man ska vara mest rädd för. Den här bilden visar konsumtionsförändringar i olika länder 2007–2012 på
35 den vertikala och den horisontella axeln visar skuldnivå. Konsumtionsförändringarna är justerade för ett antal andra faktorer som påverkar konsumtionen.

Man kan se att det finns ett tydligt samband här. Ju större skuldnivå, desto
40 större har tendenserna varit att konsumtionen faller om det inträffar störningar. Danmark är här det värsta exemplet.

Jag tror inte bara att man ska förlita sig på att utlåningstakten är långsammare. Har man vuxit i nivå under lång tid – vilket Sverige har gjort, och det finns skäl att tro att nivån kommer att stiga ytterligare – är redan den
45 nivån riskfylld. Har man otur och träffas av ett antal störningar som är

ogynnsamma kan problem uppstå redan vid de nivåer som vi ligger på nu. Man kan titta på USA som låg på omkring 120 procent av den disponibla inkomsten när det inträffade störningar. Man måste alltså se detta i ett större sammanhang.

5 Det generella svaret på Jonas Jacobsson Gjörtlens fråga är att vi försöker basera våra prognoser och vår penningpolitik på den information som är känd kring både finanspolitik och annan politik och den som vi förväntar oss under de närmaste åren. Vi lyssnar på de uttalanden som kommer från de ansvariga. Det är det generella, och det var ju Stefan inne på, att det är det som ligger i
10 våra prognoser nu för både finanspolitiken och andra politikområden.

När det gäller de åtgärder som just nu diskuteras – till exempel amorteringskravet – och som bromsar hushållens krediter är det viktigt att se att vi ju inte vill klara inflationsmålet genom en ohållbar skuldutveckling. Det är poänglöst. Det riskerar bara att slå tillbaka längre fram i form av
15 makroinstabilitet och kanske även ytterligare problem med inflationen. Förvisso tar det bort ett led i transmissionsmekanismen, men det får vi ta med i kalkylen.

Det finns ju andra led i transmissionsmekanismen, via företagen och växelkursen som fortfarande fungerar. Det är, som Stefan brukar uttrycka det,
20 som om vi ibland behöver två räntor. Men det finns ju ingen poäng med att man ska skjuta i väg kraftigt när det gäller hushållsskulder. Sedan klarar man inflationsmålet under en kort tid, men i längden är det inte hållbart.

Om man åtgärdar amorteringarna är ju våra och Finansinspektionens bedömningar – fast det återstår en del detaljer som kan vara viktiga – att det
25 inte tyder på några drastiska effekter i fråga om till exempel konsumtionen. Det lär bli ganska små effekter av den plan som nu är aviserad om att man ska amortera 2 procent av lånebeloppet ned till 70 procent och sedan 1 procent mellan 70 och 50 procent. Det tror jag inte kommer att vara ett stort hot mot konsumtionsutvecklingen.

30 *Dennis Dioukarev (SD):* Tack så mycket för presentationen! De svenska hushållens skulder har ju vuxit kraftigt under de senaste åren och ligger nu på oroande höga nivåer, främst i Stockholm, Göteborg och Malmö.

Vid sidan av amorteringskrav kan man se över avveckling av ränteavdraget
35 som alternativ för att stävja denna utveckling. Vad är er bedömning av hur fort man skulle kunna gå fram med avveckling av ränteavdrag utan att orsaka en krasch?

40 *Emil Källström (C):* Precis som ordföranden nämnde i sin fråga kommer ju en av tyngdpunkterna i den utredning som finansutskottet gör av penningpolitiken att ligga på just inflationsprognoserna. Under ett antal år nu har ju prognoserna pekat på att om två tre år ligger vi på normala inflationsnivåer. Så har ju dock inte skett. Så jag funderar på: Vilka justeringar av sättet att ta fram inflationsprognoser har gjorts av Riksbanken?

Min andra fråga gäller att vi nu har en ekonomi och en tillväxt som i stor utsträckning bygger på inhemsk efterfrågan och hushållens konsumtion. Där kan vi se tidiga, men tydliga tecken på att de svenska hushållen ser mindre positivt – och till och med negativt – på utvecklingen. Osäkerheten riskerar därför att breda ut sig. Det är den ena faktorn som kan komma att påverka den inhemska efterfrågan. Den andra är de förändringar som nu aviseras och framför allt diskuteras när det gäller amorteringskrav och liknande åtgärder för att få bukt med belåningsgraden.

Riksbanken har varit ganska tydlig med att det som nu aviseras inte räcker. Det skulle behövas ytterligare åtgärder, enligt er bild.

Då är jag intresserad av å ena sidan balansen mellan åtgärder som syftar till att dämpa utvecklingen i fråga om belåningsgrad och å andra sidan att dessa åtgärder inte slår alltför hårt mot den inhemska efterfrågan som driver den svenska ekonomin.

Det vore intressant att höra Riksbankens synpunkter på detta.

Stefan Ingves, Riksbanken: Det är väldigt svårt att svara på frågan om ränteavdrag i termer av en och endast en åtgärd, för det beror på i vilket sammanhang och på hur lång tid det sker. Det viktiga är väl att man går igenom en anpassningsperiod som är sådan att alla förstår i vilken takt detta kommer att ske. Det är väl rimligt att anta att man gör det under ett antal år. Det är alltså inte fråga om att man ändrar ränteavdragen över en natt. Då blir anpassningsperioden alldeles för snabb.

Den eviga frågan om bekymmer med höga belåningsgrader, oaktat om det är på bostadsmarknaden eller något annat fenomen. Det är alltid lätt att med facit i hand förstå varför det föll isär. Men det är nästan omöjligt att i förväg ange vid vilken tidpunkt det blir för mycket. Snarare kan man ha en skuldökning under en ganska lång tid utan att man vet precis när det blir för mycket. Det är naturligtvis den stora svårigheten att göra den typen av bedömningar. Men klart är att detta har pågått under lång tid. Vi behöver bromsa in utvecklingen på ett eller annat sätt, och att reducera ränteavdragen är ett sätt att gå till väga. Då åstadkommer man precis det som jag pratade om, att det skulle behövas högre ränta i hushållssektorn än i företagssektorn.

Men, som sagt, sedan behöver det göras i ett sammanhang, och då är frågan vad som sker därutöver.

När det gäller våra prognoser gör vi så gott vi kan, och vi ska fortsätta med det. Bland annat har vi gjort en företagsenkät där vi har frågat ett mycket stort antal företag. Detta arbete måste fortsätta. Den slutsats som vi har dragit är att det inte räcker med att dra i en och samma sifferserie med hjälp av matematiska modeller, utan man måste nog djupare ned till skruvar och muttrar och ta reda på vad som egentligen sker i svensk ekonomi i det här sammanhanget. Det gäller att komma åt grafen som visar hur tjänstepriserna har utvecklats och hur varupriserna har utvecklats. Vi måste verkligen ta reda på vad som finns under motorhuven. Vad är det som vi inte riktigt har förstått? Vad behöver vi göra mera? Är det e-handel eller vad är det som händer på tjänsteprisområdet?

Är det en strukturomvandling som sker här och som vi inte riktigt känner igen? Det betyder att vi får ge oss in och rota i detta ytterligare.

Vad gäller frågan om huruvida amorteringar inte räcker och om man ska göra mer får man hela tiden väga detta mot vad som sker på konsumtionssidan.

5 Men – för att återupprepa det som Per Jansson sade – det finns naturligtvis inte någon gratis lunch i de här sammanhangen. Det gäller hela tiden att väga nu mot sedan och vad det kostar om man trampar väldigt mycket fel, när man vid en framtida tidpunkt pratar om att ha trampat fel. Jag vill återupprepa Pers poäng. Skulle vi trampa rejält fel i frågan om lån försvåras både den allmänna
10 ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken i högsta grad. Vi vet av erfarenhet från andra länder att det tar många år innan man gräver sig ur en sådan grop. Vad det här handlar om i dagsläget är att hitta en lagom avvägning, så att skuldökningen inte blir helt ohanterlig.

15 *Vice riksbankschef Per Jansson:* Jag vill komplettera med några saker när det gäller andra åtgärder och ränteavdrag. Som jag ser på det är många olika kombinationer av åtgärder tänkbara. Jag tror inte att man på ett meningsfullt sätt kan räkna sig fram till exakt vilken uppsättning åtgärder det är bäst att satsa på. Det jag tror att man kan säga rätt bestämt är att det är riktade åtgärder
20 mot krediterna som behövs. Mer kapital är bra. Det gör bankerna mer robusta ifall de råkar ut för problem. Men det är ineffektivt för att påverka kreditutvecklingen. Det tror jag är en slutsats som vi vågar dra i Sverige redan nu, men det är också en erfarenhet från andra länder. Det kommer inte att fungera att via kapitalhöjningar påverka specifik kreditgivning från bankernas
25 sida, i alla fall inte inom det spann vi pratar om, utan där måste riktade åtgärder till. Exakt vilka blir det då? Jag tror att det viktiga är att komma till skott med åtgärder snarare än att putsa på enskildheter.

Emil Källström frågar hur vi har justerat inflationsprognosen och tagit hänsyn till de stora prognosfelen. En viktig sak att lyfta fram är att vi har haft
30 en ganska speciell period. Grafen till vänster på den bild deltagarna ser visar exportprognoser gjorda 2011 och 2012 – av Riksbanken med röda punkter och av andra prognosmakare med blåa punkter – för exportökningen 2012, som är den streckade linjen längst ned i diagrammet. Det ni kan se efter att ha tittat ett tag på diagrammet är att exportprognoserna var ganska optimistiska i
35 början av 2011. Från sommaren och under hösten 2011 började man dra ned sina exportprognoser när man insåg att återhämtningen i omvärlden inte kom till stånd på det sätt man hade förväntat sig.

Till höger har vi en bild som visar utvecklingen av
40 enhetsarbetskraftskostnaderna – den blåa linjen – och inflationen. Ni kan se att inflationen historiskt i alla fall trendmässigt följt enhetsarbetskraftskostnaderna ganska väl, men det sambandet verkar helt ha kollapsat under senare tid. Det är klart att vi inte kan trolla om det inträffar sådana här saker, utan vi måste gå på historiska mönster och samband när vi
45 gör våra prognoser. Det här är naturligtvis saker som har överraskat oss – och

även andra, som ni kan se. Till de dåliga prognoserna har en överraskande mycket sämre internationell utveckling bidragit, men också att inflationen därutöver haft en tendens att utvecklas på ett sätt som varit väldigt svårt att förstå.

5 Vi försöker ständigt att fila på våra modeller. Jag visade i mitt inledningsanförande att vi har gjort ganska stora, för att inte säga väldigt stora prognosfel beträffande inflationen på kort sikt. Vi har naturligtvis gått igenom alla de här modellerna och försöker förbättra dem, men det är inte alldeles enkelt. Som sagt lutar sig alla modeller mot tidigare historiska mönster.
10 Ändras de har man problem. Men vi får helt enkelt fortsätta att göra jobbet och försöka dra de slutsatser vi kan. Något annat kan vi inte göra. När modeller fungerar sämre kan vi kanske ibland luta oss i högre grad mot bedömningar än modeller eller helt enkelt skrota vissa modeller och ta in nya. Det är ett arbete som ständigt pågår.

15 Vi fick också en fråga från Emil Källström om att balansera åtgärder. Jag tror att alla är överens om att det måste röra sig om försiktiga och stegvisa åtgärder. Ingen har vad jag vet någon plan på att man skulle gå fram på något annat sätt. Jag tycker att vi gör väldigt noggranna analyser av sidoeffekterna av åtgärderna. Det handlar då, som till exempel nu med amorteringskraven,
20 om att säkerställa att konsumtionen, och därmed också BNP i förlängningen, inte faller för mycket. Det handlar om att titta på vad åtgärderna betyder för enskilda hushåll beroende på skuldnivå med mera. Det handlar också om att se till att de får en situation där de kan klara av sina betalningar, även om förstås en viss anpassning av lånebeteendet är möjligt när man tar sitt lån om
25 man vet att ett amorteringskrav väntar.

Men det är viktigt att betona att anledningen till att vi över huvud taget gör det här är att vi uppfattar att det finns en riskuppbyggnad som vi är bekymrade för. Man kan titta på det amorteringskrav som nu diskuteras. Jag sade att detaljer återstår att bestämma, men med de antaganden vi gör kanske det kan
30 röra sig om att skuldkvoten om ungefär tio år blir 3 procentenheter lägre än vad den annars skulle ha blivit. Det är inte jättemycket, om man tänker på hur den har vuxit historiskt. Det är det som är bakgrunden till det ställningstagande vi gjort, att ytterligare åtgärder kommer att bli nödvändiga.

35 *Håkan Svenneling (V):* Stefan Ingves sade att finanspolitiken kan lägga ett plåster i ena hörnet vad gäller den ojämvtikt som finns på bostadsmarknaden och det problem som finns med att framför allt priserna ökar. Riksbankschefen var inne på att utbudet behöver öka. En del bedömare anser att det kommande amorteringskravet kan leda till minskad rörlighet, inlåsnings effekter och
40 därigenom minskat bostadsbyggande. Därför kan det vara viktigt att stimulera produktionen av hyresrätter. Jag funderar på vad riksbankschefen anser behöver göras för att öka byggandet av hyresrätter.

Erik Ullenhag (FP): Jag tror att man alltid ska vara försiktig med att beskriva
45 en verklighet som en ny ekonomi. Varje gång vi har beskrivit verkligheten

5 som en ny ekonomi har det egentligen gått ut på att man ska kunna låna pengar utan att göra vinster, för att gå tillbaka i den ekonomisk-politiska historien. Men det är klart att en del av den verklighet vi nu ser är ny. Vi har en kraftig jobbtillväxt och en relativt god tillväxt kombinerat med nollränta och mycket låg inflation. Det är klart att det strider mot rätt mycket historiska data.

10 Både riksbankschefen och vice riksbankschefen återkommer till resonemanget om att vi varit i en speciell situation under senare år. Men Stefan Ingves har också ett par gånger nämnt diskussionen kring vad e-handeln har för effekt. Där behöver man fundera. Är det så att prognosmissarna beror på att vi inte är i en speciell situation utan att det är fråga om de facto-förändringar? En av de saker som har drivit den låga inflationen är energipriset. Med introduktionen av skiffergas och skifferolja från den amerikanska marknaden är det väl ganska lite som tyder på att energipriserna kommer att stiga. En annan sak ni pekar på är livsmedelspriserna. Är det sådant som kommer att fortsätta att trycka inflationen nedåt, eller kan man se en omvärld som trycker den uppåt? Stefan Ingves nämnde som ett vardagligt exempel att platt-tv:ar blir billigare och billigare och dessutom plattare och plattare. Det är fråga om en förändring i kostnadsbilden. Det är möjligt att vi har blivit snabbare i att pressa priser, och det där är otroligt svårt att följa.

20 Min grundläggande frågeställning är väl egentligen om man kan fördjupa detta lite grann. Är vi i en speciell situation, som ni återkommer till, eller är det någon form av förändring vi ser med en ny typ av varuproduktion, utbyte av handel och en omvärld som kommer att fortsätta att trycka inflationen nedåt? Jag har svårt att se stigande energipriser i närtid, men ni kanske ser något annat.

30 *Jakob Forssmed (KD):* Jag tackar för en bra presentation. Stefan Ingves är inne på att vi behöver ett ökat utbud av bostäder och att det är väldigt viktigt därför att de andra instrumenten – de andra spakarna, som det har talats om – inte kan åstadkomma förändringar i grunden. Den förra regeringen gjorde omfattande förändringar av regelverk, vilket nu gör att vi har en stigande produktion av bostäder, om än från låga nivåer. Men vi behöver göra mycket mer.

35 De andra spakarna har sina nackdelar allihop. Det är uppenbart. Det diskuteras nu detaljer i det amorteringskrav som Finansinspektionen tagit fram. Som också Vänsterpartiet pekade på säger ni att detta är relativt otillräckligt för att komma till rätta med problemet. Det har kritiserats för att skapa inlåsnings effekter i och med att det rör nya bolån. Det gäller bara när man går över till ett nytt säkerhetsobjekt, så att säga. Man flyttar från en bostad till en annan. Det kostar lika mycket i köpeskilling, men man får en dyrare kostnad i den andra bostaden månatligen, vilket låser in människor i deras bostäder. Man kan diskutera hur bra detta är. Det har liten effekt, men kan å andra sidan begränsa utbudet av bostäder, vilket får betraktas som ett grundläggande problem på marknaden. Det minskar rörligheten, flyttkedjorna, utbudet och kanske även produktionen av bostäder, allt annat lika.

Det har i debatten förekommit en del andra varianter. En sådan variant har varit att man i stället för att lägga amorteringskravet på enskilda hushåll och de nya bolånetagarna skulle kunna lägga det på bankernas aggregerade bolån, så att varje utlånande bank på hela stocken skulle ha en viss amorteringstakt och en viss skuldsättningsnivå som man inte fick överskrida. En fördel med detta vore, som det har beskrivits, att det skulle tvinga fram ett sundare utlåningssystem inom bankerna. Man skulle inte få mängdrabatt utan tvärtom få större rabatt på bolånen när man amorterar, eftersom det skapar affärsmöjligheter för banken i andra änden. Det skulle också möjligen skapa lite större flexibilitet; det ställs inte samma krav på alla, utan man lägger det på bankerna. Ni skulle också få en rätt bra överblick över läget. Hur skulle ni respondera på ett sådant förslag? Vad finns det för för- och nackdelar ur ert perspektiv?

Stefan Ingves, riksbanken: Ja, det är ett annorlunda läge, Erik Ullenhag. Man kan titta på den bedömning vi gör i dagsläget. Vid den tidpunkt när räntan börjar stiga från 0 är inflationen kring 2 procent och tillväxten normal. Det är klart att det är ett extremt läge. Detta var det nog ingen som hade föreställt sig när vi började fundera kring inflationsmål på 90-talet. Det fanns nog över huvud taget inte någon tanke på att en sådan kombination vore möjlig, för den är de facto väldigt annorlunda.

Det här ställer stora krav på att fundera på vad det nu är som sker. Det är som det brukar vara; det är lätt att så småningom genomskåda en strukturomvandling, men det är inte alltid så lätt att förstå strukturomvandlingen som sådan när man är mitt i den. Svårigheten här är att bedöma vad som är strukturomvandling och vad som är konjunkturellt. Finns det saker i strukturomvandlingen som på något sätt kommer att dominera det konjunkturella så pass mycket att saker och ting inte riktigt betar sig som vi föreställer oss?

Detta är den stora utmaning vi har. Men för vår del är det bara att rota vidare, lägga ned mer resurser, jobba, jobba och prata med andra så mycket det över huvud taget är möjligt – andra centralbanker, andra experter och inte minst företag och hushåll själva – för att kunna göra bättre bedömningar.

Jakob Forssmed frågade om inlåsnings effekter av amorteringskrav. Men man kommer liksom inte ifrån att vi under en ganska lång period har drivit in i ett läge där det allmänna synsättet har blivit att det är okej att inte betala tillbaka sina lån. I det avseendet skiljer sig Sverige ganska fundamentalt från många andra länder. Det må väl vara att det kan finnas en viss negativ effekt av det på kort sikt. Men framför allt tror jag inte att det är nyttigt för något samhälle att ge sig på det här försöket att upphäva tyngdlagen. Det brukar bli dåligt förr eller senare, på lång sikt.

Vi kommer nog inte ifrån att vi behöver vända utvecklingen och hantera detta på ett sådant sätt att vi återför svensk ekonomi och svensk hushållssektor till ett tillstånd där det normala är att man betalar tillbaka sina lån. Annars ger

vi oss på ett samhällsexperiment som jag för min del tror är farligt, även om jag pratar om någonting som inte i huvudsak ska ses ur ett konjunkturperspektiv. Det kommer en dag när detta blir ett stort bekymmer. Det har att göra med den allmänna reflexionen att erfarenheten visar att man
 5 får problem förr eller senare om man har för mycket skulder i företagssektorn, hushållssektorn eller den offentliga sektorn. Det är väldigt bekymmersamt att gräva sig ur en sådan grop, och därför bör man undvika att hamna där.

Den andra frågan var om man ska göra det här på något annat sätt. Ja, man kan naturligtvis göra det på en lång rad olika sätt. Man kan lägga det på
 10 bankerna eller direkt på hushållen. Men i slutändan är det ändå hushållen som ska betala tillbaka sina lån, och då är det lika bra att börja i den ändan. När man befinner sig i ett läge där någon ska dra i en spak där det tar emot, då lägger man naturligtvis också en väldig energi på att hitta något sätt att göra detta där det inte tar emot så mycket.

Håkan Svenneling frågade om det här med att utöka utbudet av hyresrätter. Det är här fråga om värdeomdömen som ligger långt utanför penningpolitiken. Jag har egentligen inte några stora synpunkter. Det är rena politiska frågor. Men det finns i grunden två vägar att gå. Den ena är att ta bort hyresregleringen, den andra är att subventionera produktionen av hyresrätter.
 15 Det är dock inte min sak att stå för omdömena om vilken väg man ska gå.

Per Jansson, Riksbanken: Jag tänkte börja med Erik Ullenhags frågor, eftersom Håkan Svennelings och Jakob Forssmeds frågor i viss mån hänger ihop.

Det är väldigt viktiga frågor som Erik tar upp. Inte minst frågan om digitaliseringseffekter tror jag att vi har anledning att titta betydligt mer på än vad vi gjort tidigare. Dock är det väldigt svårt. Vi kan till en början notera att internetpriser ofullständigt i KPI, och att indirekta effekter är svåra att identifiera. Vi vet att folk nu för tiden till och med går och testar gypadojor i
 25 affärerna men sedan inte köper dem där utan går hem och köper dem på nätet i stället för att det är mycket billigare. Det där tror jag har kommit i större skala, och nu kommer det att komma i ännu större skala. Det är någonting vi måste jobba med. Då kommer vi också förmodligen att behöva ta in data på ett nytt sätt, för de officiella data vi nu har ger inte riktigt svaren på de frågorna.
 30 Vi behöver förmodligen jobba med enkäter och på annat sätt prata med företagen för att förstå precis vad det är som händer där.

Jag håller även helt med vad gäller energipriserna. Det finns inte mycket som tyder på att de skulle börja stiga snabbt. Jag vet inte heller om det rent ekonomiskt vore önskvärt att de skulle göra det, kanske framför allt inte för
 35 ett land som Sverige, som främst lider av stigande energipriser.

Där finns det viktiga frågor. Vilka av de här prisfallen är egentligen i någon mening bra – om vi glömmet inflationsmålet bara för sekunden – i den meningen att de utgör konsumentöverskott av någonting som man mest är glad
 45 för eftersom det helt enkelt blir billigare? Det vi hela tiden får brottas med är

att väga sådana frågor mot att den allmänna prisökningen ska vara 2 procent och att det ska vara ett ankare för pris- och lönebildningen. Men detta tycker jag är viktiga frågor som vi behöver borra i.

Jag kan inte låta bli att fastna lite vid den högra bilden vi visat. Vinstandelarna i svensk ekonomi är rätt så nedtryckta. Vi har nu haft en situation med en kostnadsökning som legat en bra bit över inflationsökningen under en ganska lång period, som ni kan se. Erik var inne på att han inte tror på ny ekonomi och sådana grejer. Och det här kan inte pågå för evigt, för då kan inte företagen överleva. Antingen måste så småningom priserna stiga för att parera detta eller så måste man sänka löner eller avskeda folk. Det är de mekanismer som finns. Givet hur bilden ser ut tror jag att det inte är helt orimligt att räkna med att inflationen ska göra jobbet genom att stiga och att man därigenom får en anpassning mot jämvikt. Det finns enligt enkätdata och liknande i princip ingenting som tyder på att man planerar att sänka löner kraftigt eller att avskeda folk. Men det är viktiga frågor som vi säkert måste återkomma till.

När det gäller frågorna om bostadsmarknaden kan jag säga att jag tror att det vore väldigt bra om vi fick ett ökat bestånd av hyresrätter i Sverige. Vi har i princip haft nolltillväxt av hyresrätter sedan mitten av 90-talet, mest därför att de har omvandlats till bostadsrätter. Netto är det i princip noll. Det är inte bra, framför allt inte för unga människor som håller på att utbilda sig och kanske har osäkra framtidsinkomster. Det vore väldigt bra att kunna ha ett alternativ där man bor i en hyresrätt innan man etablerat sig fullt ut. Och för all del kan det finnas människor som gillar hyresrätter över hela livscykeln, så att säga, och det är synd att vi i princip inte har det alternativet i större städer. Det tror jag måste vara en del i satsningarna på bostadsmarknaden – inte bara att få ett större bostadsutbud, utan också att få ett rikare utbud av bostäder, framför allt med möjligheter att hyra.

Det är självklart det som egentligen är nyckeln i hela skuldproblematiken. Man behöver äga sin bostad, och vi har ett klen utbud. Det driver upp priserna och gör det nödvändigt att låna. Det är den grundläggande mekanismen som driver hela systemet, och den måste förr eller senare brytas. Jag skulle säga att de finansiella åtgärderna, amorteringskrav och annat, kan hjälpa till att ta trycket ur systemet. Men ytterst måste de här strukturella förbättringarna till, annars går det inte att hantera detta.

För att komma in på Jakobs fråga är det helt klart ett problematiskt läge när det gäller de finansiella åtgärderna. De måste vidtas stegvis, och man måste vara försiktig. Det gäller att inte vidta åtgärder på så sätt att de själva utlöser negativa anpassningar. Jag hade gärna velat ha ett annat läge än det läge vi har, men det kan vi inte välja bort, utan det är så det ser ut. Då är det bästa man kan göra att gå fram försiktigt och stegvis, men också tänka på att vi ändå vill ha någon effekt på riskerna i förlängningen. Vi kan inte göra de här sidoeffekterna till huvudsaker och glömma bort varför vi över huvud taget vill vidta åtgärderna. Ibland får jag känslan av att det har en tendens att bli så att vi bara fokuserar på de tänkbara negativa effekterna men är ganska ointresserade av

vilken effekten egentligen blir på själva skuldtutvecklingen, som ju ändå är det som det handlar om.

5 *Ordföranden:* Då har vi gått igenom alla partier en gång. Det finns tid för ytterligare frågor. Vi kan i alla fall påbörja en andra omgång.

10 *Jörgen Hellman (S):* Jag tackar för informationen. Om jag tolkar riksbankschefen och vice riksbankschefen rätt ”drar” konsumtionen och konjunkturen men inte svensk exportindustri. Hur ser ni på produktivitetsutvecklingen inom industrin och på den svenska konkurrenskraften?

Två frågeställare har tagit upp de prognosfel ni beskrivit. Vad kommer ni mer konkret att göra åt era prognoser? Kommer ni att utreda nya prognoser, eller vad kommer ni att göra? Hur ser de andra riksbankernas prognoser ut? Har de samma typ av prognosfel?

Hur påverkas marknadsräntorna just nu?

Ni visar i statistiken mycket om hur det går i euroområdet. Men vilken är er bedömning när det gäller våra närmaste marknader, det vill säga Norden och norra Europa, när det gäller tillväxt och sysselsättning?

20 Per Jansson visade med sin sista bild att det finns ytterligare ett visst utrymme när det gäller räntepolitiken och att Riksbanken har samma verktyg för okonventionell penningpolitik som andra centralbanker. Kan ni ge exempel på det?

25 *Niklas Wykman (M):* Jag tänkte be om ett litet klagörande kring detta med att det vore önskvärt med två räntesatser, även om det är rent metaforiskt talat. Det tecknas onekligen en relativt positiv bild av svensk ekonomi i er genomgång, kring både BNP och sysselsättning, samtidigt som ni nämner bostadsmarknaden som ett stort problem. IMF, Världsbanken, EU-kommissionen med flera instämmer i huvudsak i er rekommendation om avregleringar på bostadsmarknaden. Ni sitter bara på det finansiella verktyget, och det påpekar ni själva är mest som ett plåster. Men det är kanske då ett mycket nödvändigt plåster, i och med att vi inte direkt ser några av de avregleringstendenser som efterfrågas.

35 När det då kommer till det här med de två räntesatserna verkar det, om jag tolkar er graf rätt, som att ni bedömer att konsumtionen minskar med ungefär 1 procent till följd av vad man i grunden får tro är amorteringskravet. Man minskar hushållens disponibla inkomster för konsumtion och får en press nedåt på konsumtionen. Det torde mer än väl överväga den mekanism som finns hos er att öka inflationstrycket vad gäller hushållen. Jag undrar om själva mekanismen ni har att förfoga över. Hur stor del bedömer ni normalt sett ligger hos hushållen respektive på företagssidan? När man har specificerat det, hur stor andel av er påverkansmöjlighet ligger kvar via företagsmekanismen efter att amorteringskravet är infört?

Stefan Ingves, Riksbanken: När det gäller Jörgen Hellmans fråga om produktivitetsutveckling och konkurrenskraft kan jag säga att vi inte har sett några utpräglade bekymmer. Det är alltid svårt att göra prognoser, inte minst av produktivitetsutvecklingen, men i det stora hela är utvecklingen god när det

5

Man kan också titta på den växelkursprognos som vi gör. Vi antar att växelkursen sakta kommer att stärkas med tiden. Det är ett uttryck för att det brukar vara så när tillväxten kommer igång. Tillväxten kommer igång och exporten ökar under omständigheter där produktivitetsutveckling och konkurrenskraften i Sverige är hyggliga jämfört med andra länder. Det finns alltså egentligen inget i dagsläget som talar för att detta skulle vara ett stort bekymmer. Löneökningarnivåerna är i dagsläget inte extrema i något avseende över huvud taget. Vore de det hade vi haft en mycket högre inflation. Men det har vi inte.

10

15

Per visade ett antal prognoser av svenska prognosmakare. Dessvärre ser det ungefär likadant ut; de prognosmissar man har gjort är i rätt stor utsträckning desamma. Det går att plocka fram liknande typer av diagram också för andra länder; jag har inte något med mig, men visst är det många som har överraskats av den låga inflationen. En kortversion: Efter den stora finansiella krisen var föreställningen att vi skulle återgå mot normalitet och att det skulle gå hyggligt snabbt. Det blev inte så. Det var en ganska snabb återhämtning, inte minst ur svenskt perspektiv, eftersom vi en period hade en tillväxt på 6 procent. Men sedan återgick vi inte till ett normaltillstånd, utan det tog längre tid än vi och många andra trodde att kravla sig ur detta.

20

25

Hur är det med våra grannländer i norra Europa? Det går bättre i norra Europa än i södra, och det har vi enormt stor nytta av. Tillväxten är inte jättestark i Tyskland heller, men det är ändå tillväxt man observerar. Detsamma gäller i Norge och Danmark. Finland har sina alldeles egna bekymmer som man sannolikt har att leva med under ett antal år, eftersom det är en strukturanpassning som ska till i Finland. Men generellt sett har nog Sverige som nation nytta av vårt geografiska läge i tillväxtsammanhang.

30

35

Vad annat står att göra? Vår bedömning är att nollränta fram till 2016 är det som krävs, om vi har rätt i våra prognoser. Skulle världen bli väldigt annorlunda och i det avseendet mycket sämre handlar det i första hand om att skjuta räntehöjningar ytterligare längre in i framtiden. Räcker inte det – det fanns med på Pers bild – är vår verktygslåda densamma som andra centralbankers. I allt väsentligt handlar det om att på ett eller annat sätt öka tillgången på pengar i ekonomin. Det kan man i grunden göra via två olika kanaler när det gäller att expandera Riksbankens balansräkning; det handlar kort och gott om att skapa pengar.

40

Det första alternativet är att – ungefär som vi gjorde när det var bekymmer förra gången – på ett eller annat sätt tillhandahålla lån till bankerna, som sedan lånar ut pengarna vidare. Men det kan vara värt att notera att bankerna egentligen inte har några bekymmer i dagsläget när det gäller vare sig upplåning eller att låna ut på egen hand. Läget för svenskt vidkommande är

45

alltså helt annorlunda jämfört med andra länder, där man har haft stora bekymmer i banksektorn.

Det andra alternativet är att på ett eller annat sätt köpa värdepapper. Om vi köper värdepapper – statsobligationer eller andra typer av värdepapper – betalar vi med riksbankspengar, och då blir det mer pengar i systemet. När det blir mer pengar i systemet kommer någon att säga: Oj, nu fick jag för mycket pengar i förhållande till allting annat – alltså sätter jag sprätt på pengarna! Det är själva mekanismen.

Det är i grunden det som är mekanismen, och det kan man göra på en rad olika sätt. Det är viktigt att komma ihåg om vi tittar till exempel på den svenska statsskulden att den är väldigt liten. Det är inte så att det finns så mycket att köpa. Svenska statsskuldsräntor, för att bara ta det som ett exempel, är redan i dag väldigt låga.

Sedan kommer jag till Niklas Wykmans fråga om avvägningen. Det handlar inte om att sätta hushållens konsumtion på noll i det här sammanhanget. Det gäller att hitta en balans i detta där somt faller på hushållen och somt faller på företagen.

Om man tittar på de räntor som företag möter och jämför med andra länder i Europa noterar jag att den allmänna räntenivån för företagen är låg i Sverige. Såvitt vi kan se är det egentligen inte några begränsningar när det gäller utbudet av krediter.

Dessutom är det så att företagen själva lånar allt mer och mer genom att ge ut obligationer. Det betyder att vid den nuvarande räntenivån har företagen inte något större bekymmer att få tag i pengar för att genomföra investeringar. Om investeringarna inte görs måste det vara något annat än kreditmarknadsförhållandena.

På hushållssidan är det även om hushållen börjar att amortera mer inte någon dramatisk förändring. Man ska komma ihåg att vi här talar om nyutlåning. Det vore en helt annan sak om man genomförde ett kraftigt amorteringskrav på hela stocken. Det tar 20 år innan man fasar in det system som nu är under diskussion. I det avseendet är det inte någon stor fråga.

Det som det dock finns skäl att fundera kring när det gäller hushållen är att det i dag är ett mycket stort antal hushåll som lånar till rörlig ränta. I dagsläget är det ganska givet vad som kommer att hända med räntorna sedan, det vill säga att de kommer att gå uppåt vad det lider.

Det är klart att vi har att ställa oss frågan om det är lämpligt och rimligt att alla lånar till rörlig ränta. Då blir man också mycket känslig för ränteförändringar längre fram. Har man otur kan det till och med vara så att hushållens räntekänslighet kan bli för stor, och det är inte önskvärt.

Per Jansson, Riksbanken: Jag har bara några kompletteringar. Jörgen Hellman ställde frågor om produktivitetsutvecklingen och konkurrenskraften. I bilden av enhetsarbetskostnadsutvecklingen som jag visade finns produktiviteten med. Där ryms, skulle jag vilja uttrycka det, en viss besvikelse när det gäller produktivitetsutvecklingen.

Det kan vara så att när industrin krymper, och den kanske har krympt lite snabbare nu till följd av krisen än annars, och tjänstesektorn växer kan sådana skift spela en viss roll. Det är i så fall något strukturellt vi har att hantera helt enkelt. Produktivitetsutvecklingen har inte varit jättestark. Det tror jag att man

5 vågar säga. Det syns i måtten på kostnadsutvecklingen.
När det gäller konkurrenskraften har kronan deprecierat förhållandevis påtagligt sedan våren i fjol med över 10 procent effektivt räknat, det vill säga samlat mot olika valutor. Där kan man nog säga att man hade anledning att förvänta sig större effekter både realt och på inflationen av krondeprecieringen

10 baserat på hur det har sett ut tidigare historiskt.
Måhända är det så att ytterligare effekter ligger lite i korten och inte ännu syns fullt ut. Det är också så att genomslaget av kronan på både realekonomin och inflationen är svårkvantifierat och har en tendens att variera över tiden. Det har att göra med att företagen kan hedga sig mot sådana förändringar. Att

15 det kan slå olika beroende på det ekonomiska läget vet vi sedan tidigare. Men förhoppningsvis kommer ytterligare lite effekter från kronan.
Generellt sett ska den svenska exporten bäras upp och stiga framöver. Det kommer i huvudsak från den internationella tillväxtförbättringen. Sedan hoppas vi att kronan kan bidra lite grann, men det är den internationella

20 tillväxtförbättringen som är det centrala.
När det gäller andra centralbanker och deras erfarenhet av inflationsprognoser har jag ingen fantastisk information att komma med mer än att jag var på ECB för någon vecka sedan. Där har man samma erfarenheter av systematiska prognosfel för inflationen och är lika frustrerade över att modellerna har en tendens att inte fungera på samma sätt som de har gjort

25 historiskt.
Det visade också Stefan en bild på. Fenomenet med låg inflation är inte någonting som bara plågar oss i Sverige, utan det är ett fenomen som också syns i många andra länder. Jag misstänker att samma sak gäller för dem. De får slipa på sina verktyg, se över modellerna och göra vad de kan.

30 Niklas Wykman ställde frågor om konsumtionseffekter. De kvantifieringar som vi har gjort tyder på att konsumtionseffekten inte kommer att bli särskilt omfattande. Det är svårt att räkna på det. Det är osäkert. Framför allt på sikt räknar vi med väldigt få effekter och på lite kortare sikt måhända lite större effekter.

35 Det som är viktigt att komma ihåg är att de kalkyler vi gör har låst fast lånebeteendet historiskt och inte antagit att människor anpassar sig. Det är väldigt rimligt att tro att om det blir ett amorteringskrav kommer man till en början inte att låna lika dyrt som man annars hade gjort. Det är effekter som vi

40 inte har tagit in i kalkylerna.
Man kan också tänka sig att människor omallokerar i sitt sparande i högre grad än vad vi har antagit. Vi har antagit att det finansieras både genom omallokering i sparandet och att man drar ned på konsumtionen. Men man kan

45 tänka sig att man i större utsträckning plockar från annat sparande. Svenska

hushålls sparande är totalt sett ändå ganska högt. Det är också en faktor som kan göra att konsumtionseffekten blir mindre än annars.

I vår prognos ligger generellt att konsumtionen inte i samma utsträckning ska vara dragloket som det nu har varit under en period utan att exporten och investeringarna ska ta över i takt med att återhämtningen fortgår i omvärlden. Det ligger inbakat att det finns ett utrymme för konsumtionen att växa på ett lite långsammare sätt än tidigare.

Dennis Dioukarev (SD): Jag har två frågor. Vilka verktyg har Riksbanken att ta till för att bidra till en sundare utveckling vad gäller hushållens skuldsättning? Utöver utmaningen med inflationen och hushållens skulder, vad anser ni vara Sveriges svåraste ekonomiska utmaning i närtid?

Jakob Forssmed (KD): Herr ordförande! Jag återkommer lite till den frågeställning jag lyfte fram i min förra fråga, men det är delvis en annan slutfråga. Det är självklart att amortering är mycket viktigt. Jag delar helt det. Det är inte så att jag tycker att det är oviktigt på något sätt. Vi behöver dämpa och bryta den skuldsättningsökning som vi har kunnat se. Riskerna är stora både för enskilda hushåll och på makronivå.

Per Jansson säger att vi behöver göra det stegvis och försiktigt och att sidoeffekten inte får bli huvudpunkt. Det håller jag helt med om. Det är viktigt att diskutera tekniken så att man gör rätt och till exempel inte väljer en teknik som minskar utbudet av bostäderna. Det är ett av huvudproblemen. Det kanske det inte gör i så stor utsträckning.

Min fråga inrymmer också en annan dimension. Jag får en del rapporter om det, och jag tror också att många upplever det själva när de går till banken. Lånar du mer pengar får du bättre villkor än om du amorterar och minskar din skuld hos banken. Då förbättras inte dina villkor, utan de blir snarare sämre om du har en låg belåning.

Det finns statistik som visar att de lågt belånade hushållen har sämre räntevillkor än dem som är högt belånade. Idén med förslaget jag har stött på i diskussionerna är att genom att lägga kraven på bankerna om maximal belåningsgrad och amorteringskrav skulle det driva fram större incitament inom banken att ge dem som amorterar av på sina skulder bättre villkor.

Det skulle öka bankens incitament för att åstadkomma det, och det skulle gälla hela stocken och inte bara nya bolån. Ser ni att det finns ett sådant problem, eller är det försumbart? Jag tänker att det vore bra med en sådan amorteringskultur över hela linjen. Det gör att man behöver ta i mindre med de andra instrumenten om man lyckas med det.

Stefan Ingves, Riksbanken: Svaret på Dennis Dioukarevs fråga om Riksbankens verktyg när det gäller de här frågorna är: Vi har ett verktyg, och det är räntan. Det andra är att prata och varna för vad som sker. Besluten ligger någon annanstans när det gäller alla andra typer av åtgärder. Om det sedan har

att göra med amortering eller utbudet av bostäder är det inte en fråga för Riksbanken.

Vad är den svåraste utmaningen i närtid? Vår utmaning är naturligtvis att få upp inflationen. Det är vad vi jobbar med. I övrigt gäller det som alltid har gällt. Vi har stött på den frågeställningen tidigare här i dag. I en liten öppen ekonomi gäller det alltid att klara konkurrenskraften eftersom det är ytterst det som bestämmer vårt välbefinnande.

Vad gäller Jakob Forssmeds fråga om mängdrabatt, om jag använder det begreppet, att man får låna billigare om man får låna mycket, kan man resonera och fundera över alla möjliga olika sätt att gå till väga när det gäller att göra något åt detta. Tyvärr tror jag att erfarenheten ändå visar att det är svårt för banksystem att på egen hand stoppa den här typen av utveckling.

Det ligger alltid i någons intresse att expandera den egna balansräkningen, inte minst därför att man bevakar sina marknadsandelar. Då tenderar det att bli så att förr eller senare måste det allmänna säga ifrån. Incitamenten inom den privata sektorn är dessvärre sådana att man har stora svårigheter att bromsa det på egen hand. Jag önskar att det vore så att det skötte sig av sig själv. Men det gör inte det, utan det brukar gå för långt, och därav de amorteringskrav som i dagsläget är under diskussion.

Per Janson, Riksbanken: Dennis Dioukarev frågar vad vi har för verktyg utöver reporäntan. När det gäller den finansiella stabiliteten har vi inga direkta verktyg utöver reporäntan. Där har vi stabilitetsrapporten där vi gör rekommendationer. Det är den typen av saker vi kan göra på det området.

Den svåraste utmaningen är, som Stefan var inne på, såklart inflationen. Där är det nu väldigt angeläget att vi börjar få en resa med en inflation som stiger.

En aspekt som jag dock gärna skulle vilja nämna i sammanhanget och som bekymrar mig en del är tillväxtläget i euroområdet. Där kan man se, och jag tror att det framgick på några av våra bilder, att det dessvärre inte bara är så att man har fått ett permanent nivåbortfall i produktionen i euroområdet. Man ser också ut att sadla in, som ni kan se här på den blå linjen, på en permanent lägre tillväxttrend.

Man kan räkna ganska enkelt på sådana saker. Vad blir konsekvensen om den blåa trenden fortsätter på det sämre sättet under 20 år? Då inser man väldigt snabbt att det blir väldigt kostsamt. Det är i princip omöjligt att med en sådan tillväxttrend under 20 års tid upprätthålla socialförsäkringssystem och liknande som man har haft tidigare.

Det är otroligt angeläget att man nu får till strukturella reformer i euroområdet så att det förbättras. Får man inte till det är det betydande problem som väntar. Det påverkar naturligtvis också Sverige en del eftersom vi exporterar mycket till euroområdet. Men grunden är att det är väldigt skadligt för hela Europa ifall det skulle inträffa. Det är någonting som nu akut måste tacklas.

När det gäller Jakob Forssmeds frågor tror jag att man kan säga att till följd av de strukturella brister som finns på bostadsmarknaden, som jag ändå ser som den drivande faktorn i mycket av detta, har det smittat av sig på ett oönskat sätt på olika delar i systemet och också en del på bankerna.

5 Man får komma ihåg att bankerna är kommersiella till sin natur och vill ju tjäna pengar. Det är så det fungerar, och det är inget konstigt med det. Det innebär att bolån är en lönsam affär för bankerna, och jag blir inte förvånad när du säger det du säger.

10 Det är klart att man säkert passar på i ett system där det är lukrativt att låna och att man pressar saker och ting i den riktningen. Det är därför jag tror att det är viktigt att betona att det behövs en kombination av åtgärder. Det finns inte en enskild åtgärd som kommer att fixa det och inte heller bara finansiella åtgärder. Att lite grann minska trycket i systemet med ett flertal åtgärder på den finansiella sidan tror jag ändå är möjligt.

15 Måhända hade det varit bättre att ha ett system för hela stocken snarare än bara nya bolån. Finansinspektionen har nu bedömt att det är vad som är genomförbart och att det finns en del legala aspekter också när det gäller att gå in och rota i redan befintliga kontrakt. Det tycker jag att man måste ha respekt för.

20 Man kanske kan hoppas att om vi får igång någon förbättring när det gäller de nya lånen kommer det också på sikt att smitta av sig lite grann bredare allmänt sett på beteendet. Det handlar om att få en ändrad kultur. Det är inte riktigt bra att inte alls betala tillbaka eller i väldigt ringa omfattning betala tillbaka på sina lån. Man måste inte amortera ned till noll. Men viss återbetalning är ändå rimlig. Det är lite farligt att experimentera för mycket i den andra riktningen.

25 Annars är vi där vi är. Det blir inte bättre hur länge man än pratar om det. Det gäller att ta den situation man har på allvar och arbete utifrån den. Då är det problematiskt. Vi måste göra många saker samtidigt, och det kommer inte att bli enkelt.

30 *Ordföranden:* Då har jag ingen mer i omgång två från något av de partier som inte ställt frågor. Däremot kan vi påbörja omgång tre. Jörgen Hellman ställde minst sex frågor, så det är väl rimligt att vi avstår. I stället får Jan Ericson ordet för en avslutande fråga. När vi får svaret på den kan också några eventuella avslutande kommentarer från Riksbanken tillfogas.

40 *Jan Ericson (M):* Det verkar finnas en ganska stor samsyn om att hushållens skuldsättning är ett problem. Men det finns också de som inte delar den bilden och menar att den stora och viktiga förklaringen helt enkelt är att det är en större andel av de svenska hushållen som äger sin bostad. Det skulle vara en förklaring till den totala ökade skuldsättningen.

Jag undrar hur ni ser på det och också lite grann om ni vet om Sverige skiljer sig mot andra länder när det gäller den utvecklingen att allt fler äger sin bostad och om vi ser någon skillnad mellan Sverige och omvärlden i den frågan.

5 *Stefan Ingves, Riksbanken:* Det är naturligtvis så att om det är fler som äger sin bostad så lånar man till den. Jag har inte till hands hur det ser ut i andra länder, men det är en faktor. Samtidigt kommer vi inte ifrån att många lånar till rörlig ränta och att allt fler slutar amortera. Där särskiljer sig Sverige jämfört med de flesta andra länder på ett sätt som inte är särskilt bra när det

10 gäller riskerna i systemet.
Vi är på väg åt ett håll som är fel oaktat att det är allt fler som äger sin bostad. Sedan kan det finnas andra skäl, som Per har varit inne på, att öka utbudet av hyresrätter.

15 *Per Jansson, Riksbanken:* Jag har inte så mycket att lägga till mer än att jag tror att det är alldeles riktigt att det är en viktig faktor. Men det ändrar inte på det faktum att har man en allt större andel skuld i sin balansräkning så blir man mer sårbar för störningar.

20 Det kan i värsta fall vara störningar direkt till bostadspriser. Då får man korrigeringar på båda sidorna av balansräkningen, både på tillgångssidan och på skuldsidan. Men det kan också vara andra störningar.

Vi vet inte hur hushållen kommer att reagera den dagen räntan kommer att stiga, vilket väl förhoppningsvis kommer att inträffa någon gång. Jag säger förhoppningsvis därför att det i grunden är ett uttryck för att ekonomin går

25 bättre.
Efter många år med låga räntor, hur kapabla är hushållen att hantera ett stigande ränteläge? Det vet vi inte. Sitter man med en stor skuld upplever man en kraftigt ökad räntekvot, vilket kommer att inträffa i det skedet. Det gör man inte för att räntorna kanske stiger så jättemycket utan därför att man har en

30 väldigt stor skuld. Ränta gånger skuld är det som bestämmer räntekvoten. Det inrymmer risker.
Vi har sett i många länder, som jag visat tidigare i grafen, att en hög skuldkvot är en viktig förklarande faktor när det gäller fall i konsumtionen i

35 många länder. Det är inte bara i länder långt borta från Sverige, utan även Danmark och Holland har fått problem på den punkten.
Även om det går att förklara utvecklingen är det inte något som gör att man inte är bekymrad för det. Det gäller att ha en skälig skuldsättning och inte en dynamik som ständigt bara går upp såsom vi haft i Sverige under en lång tid.

40 *Ordföranden:* Då har vi kommit till slutet, om inte riksbankschefen vill lägga till något ytterligare.

Stefan Ingves, Riksbanken: Jag sammanfattar med att säga att vi befinner oss i dagsläget i en situation där inflationen är alldeles för låg. Av det skälet har vi

45 nollränta så att vi får upp inflationen. Samtidigt är vår bedömning att tillväxten

kommer att öka både i Sverige och i omvärlden. Inte minst ökar tillväxten i Sverige när tillväxten stiger i omvärlden.

5 Vi kommer att leva med detta ganska ovanliga tillstånd i varje fall under de närmaste åren innan vi går mot någonting som man kan betrakta som en normalisering. Vi håller nollränta tills inflationen stiger tydligt. Samtidigt, som vi har noterat, finns det risker förknippade med detta.

10 *Ordföranden:* Då avslutar vi den offentliga utfrågningen om den aktuella penningpolitiken. Vi tackar Stefan Ingves och Per Jansson för medverkan. Därmed är sammanträdet och utfrågningen avslutad.

BILAGA 3

5 Bilder från utfrågning den 18 november



Inledning om penningpolitiken

Riksdagens finansutskott
18 november 2014

Riksbankschef Stefan Ingves



Dagens presentation

■ Var kommer vi ifrån?

- Inflationen är låg i Sverige
- I euroområdet är både tillväxten och inflationen låg
- Relativt god tillväxt i BNP och sysselsättning i Sverige

■ Vart är vi på väg?

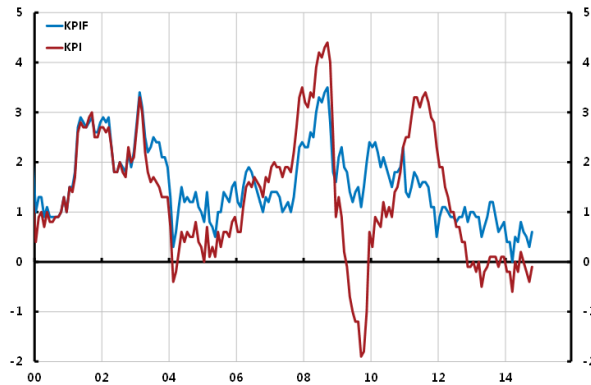
- Låg reporänta länge förstärker konjunkturen och bidrar till att inflationen stiger mot målet

■ Viktiga frågor

- En värld i otakt – hur påverkar det Sverige?
 - Låg ränta bidrar till högre inflation men också till ökade risker
-

Inflationen är låg

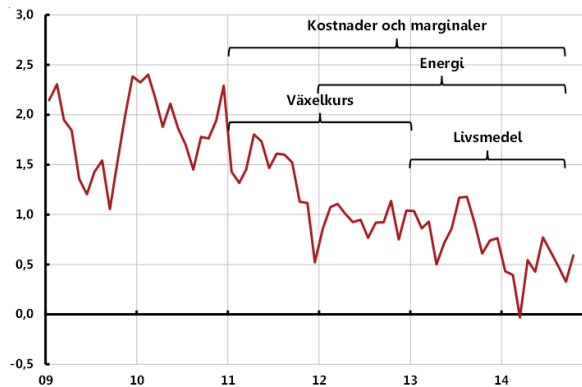
Årlig procentuell förändring



KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Flera förklaringar till låg inflation

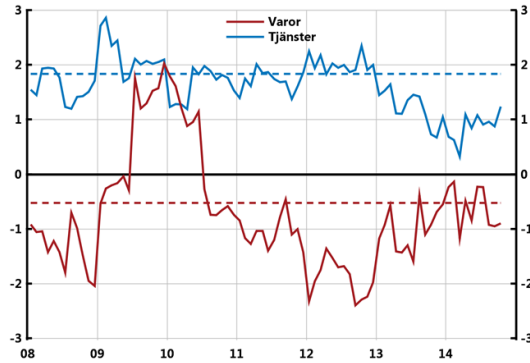


KPIF, årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Varupriserna faller och tjänstepriserna ökar svagt

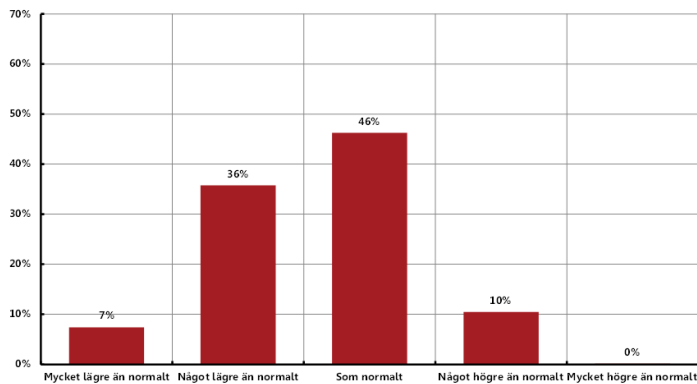
Årlig procentuell förändring



Streckade linjer avser medel sedan år 2000.

Källa: SCB

Svag och osäker efterfrågan och ökande konkurrens har gett låga prispåslag



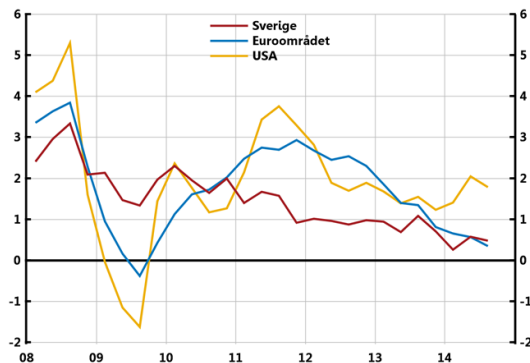
Riksbankens enkät om företagens prissättning: Svar på frågan hur företagens prispåslag har varit de senaste 12 månaderna.

Källa: Riksbanken



Låg inflation även i omvärlden

Årlig procentuell förändring



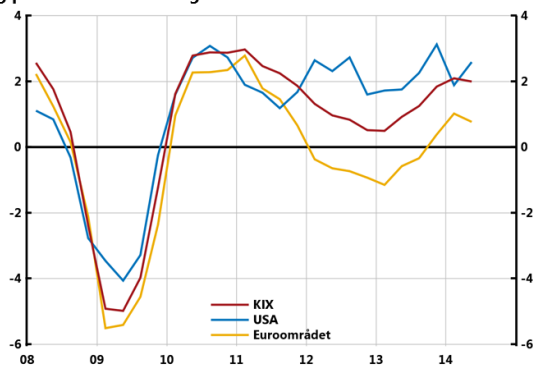
För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA KPI. För Sverige visas KPIF. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Bureau of labour statistics, Eurostat och SCB



Tillväxten är fortsatt svag i euroområdet

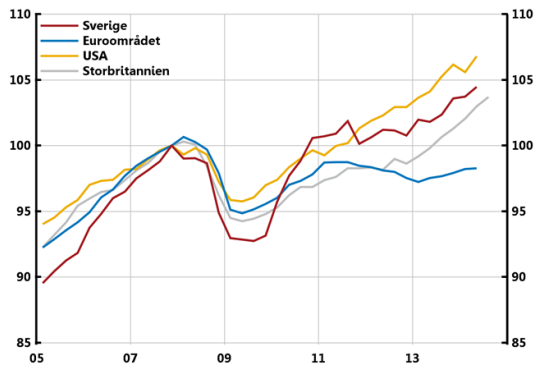
BNP, årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of economic analysis, Eurostat och Riksbanken

Svensk ekonomi har utvecklats relativt väl

BNP i olika regioner och länder

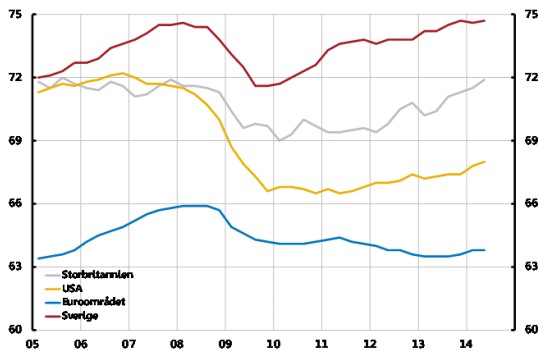


Index, 2007 kvartal 4 = 100

Källor: Bureau of economic analysis, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

Relativt hög sysselsättningsgrad

Procent av befolkningen, 15-64 år



Källor: Eurostat och OECD



Dagens presentation

■ Var kommer vi ifrån?

- Inflationen är låg i Sverige
- I euroområdet är både tillväxten och inflationen låg
- Trots det relativt god real utveckling i Sverige

■ Vart är vi på väg?

- Låg reporänta länge förstärker konjunkturer och bidrar till att inflationen stiger mot målet

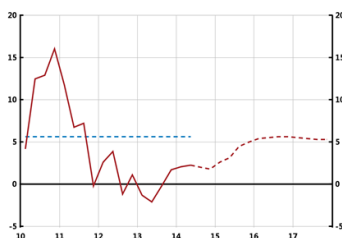
■ Viktiga frågor

- En värld i otakt – hur påverkar det Sverige?
- Låg ränta bidrar till högre inflation men också till ökade risker

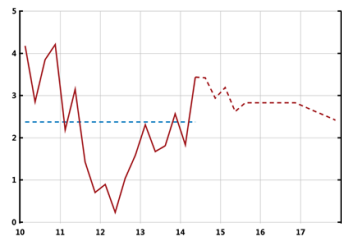
Svag export men starka hushåll i Sverige



Export, årlig procentuell förändring



Konsumtion, årlig procentuell förändring

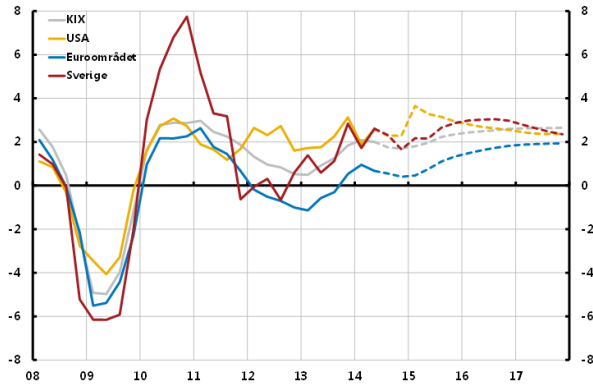


Säsong- och kalenderjusterad data. Streckad blå linje avser genomsnitt för perioden 1994 kv1–2014 kv2.

Källor: SCB och Riksbanken

Svensk ekonomi fortsätter att utvecklas relativt väl

BNP, årlig procentuell förändring



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

Källor: Bureau of economic analysis, Eurostat, nationella källor och Riksbanken

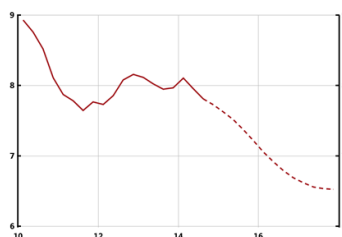
Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras



Sysselsättningsgrad



Arbetslöshet



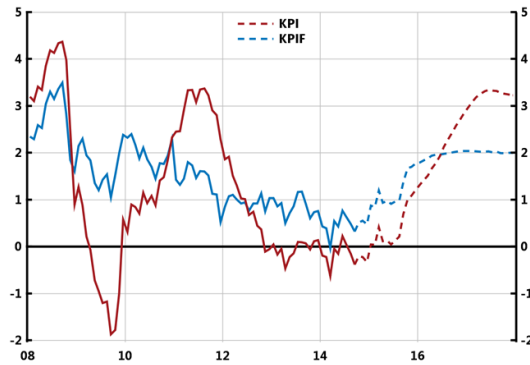
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år.

Källor: SCB och Riksbanken



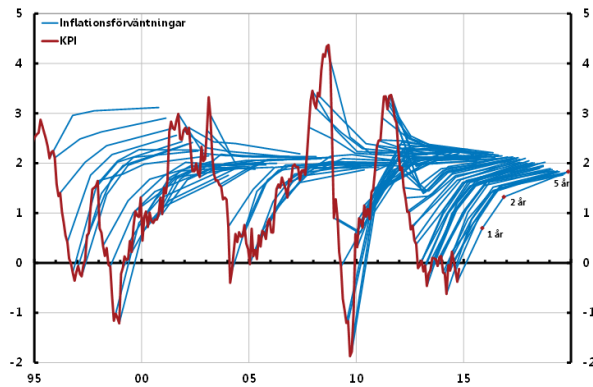
Låg men stigande inflation

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

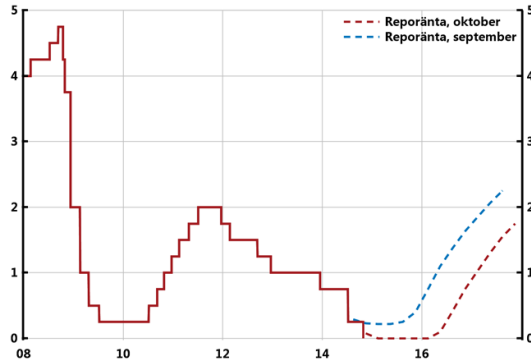
Viktigt med väl förankrade inflationsförväntningar



Årlig procentuell förändring. Inflationsförväntningar enligt penningmarknadens aktörer.

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera

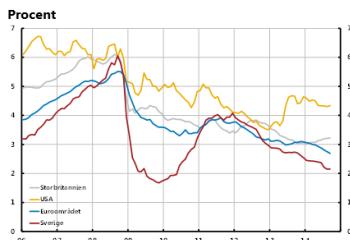
Låg ränta tills inflationen tydligt tagit fart



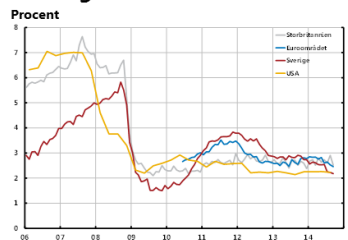
Räntor till svenska hushåll och företag är relativt låga



Hushåll



Företag





Dagens presentation

■ Var kommer vi ifrån?

- Inflationen är låg i Sverige
- I euroområdet är både tillväxten och inflationen låg
- Trots det relativt god real utveckling i Sverige

■ Vart är vi på väg?

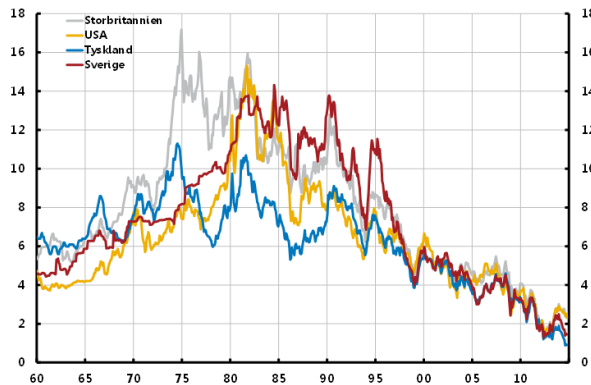
- Låg reporänta länge förstärker konjunkturen och bidrar till att inflationen stiger mot målet

■ Viktiga frågor

- En värld i otakt – hur påverkar det Sverige?
- Låg ränta bidrar till högre inflation men också till ökade risker

Globala räntor har sjunkit länge

Långa nominella räntor

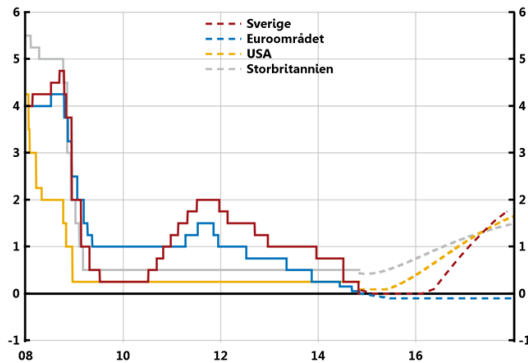


Räntorna avser statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Macrobond

En värld i otakt – hur påverkar det Sverige?

Reporäntebanan och marknadsförväntningar på omvärldens styrräntor
Procent

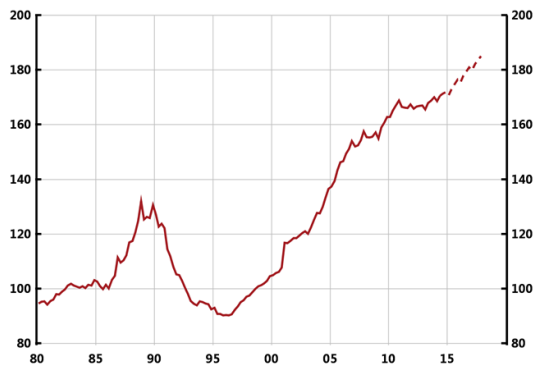


Terminsräntorna, per 2014-10-28, har justerats för riskpremier. För Sverige visas Riksbankens prognos i oktober för reporäntan.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Hushållens skulder fortsätter att växa

Procent av disponibel inkomst

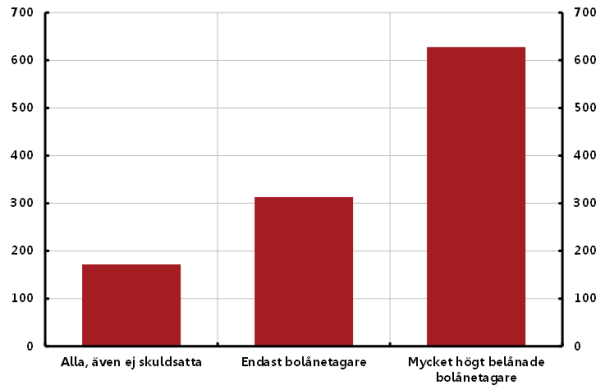


Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

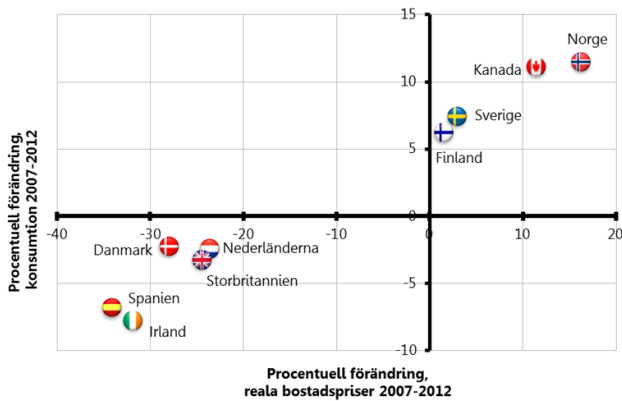
Stora skillnader i skuldsättning mellan grupper av hushåll

Procent av disponibel inkomst



Bolånetagare baseras på Riksbankens kreditdata från juli 2013. Mycket högt belånade bolånetagare avser nittionde percentilen. Alla, även ej skuldsatta avser den aggregerade skuldsvoten beräknad med SCB-data från andra kvartalet 2013. Källor: SCB och Riksbanken

I länder där huspriserna föll under krisen minskade även konsumtionen



Källor: Reuters EcoWin, Bank of Canada och Riksbanken

Riskerna med hushållens skuldsättning måste hanteras



- Lång period av låg ränta bidrar till högre inflation
 - Men ökar samtidigt riskerna i ekonomin
 - Åtgärder inom andra politikområden nödvändiga
-



**Svensk konjunktur förbättras men
inflationen är för låg**

Nollränta tills inflationen tydligt stiger

Bilder, Per Jansson**Min syn på
penningpolitiken**

Riksdagens finansutskott
18 november 2014

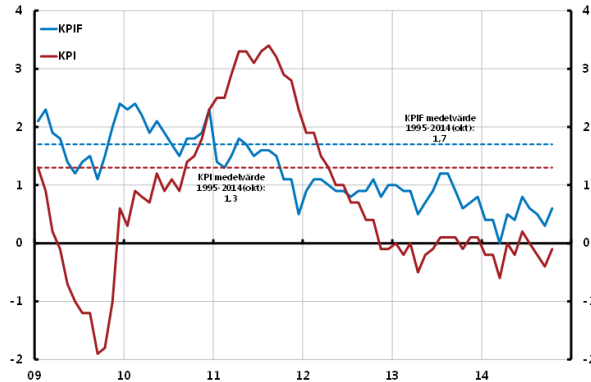
Vice riksbankschef Per Jansson

Det jag tänkte prata om

- Inflationen låg – men penningpolitiken har reagerat kraftfullt
- Min syn på penningpolitiken framöver



Låg inflation under flera år

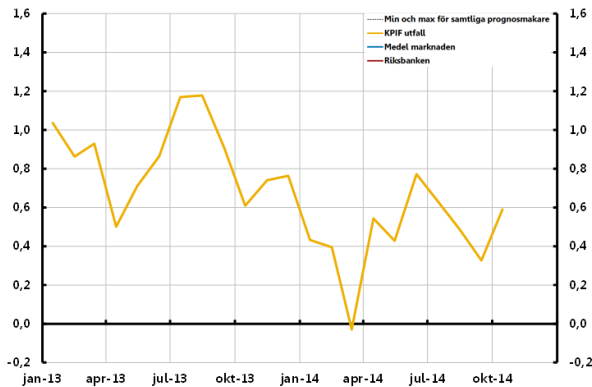


Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Streckade linjer avser realtidsmedelvärden sedan 1995.

Källor: SCB och Riksbanken

Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

Kortsiktsprognoser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring

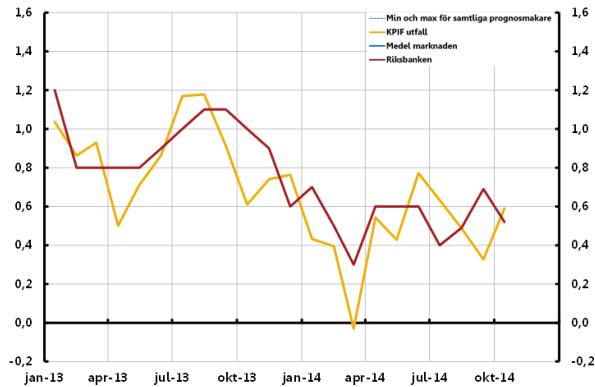


Riksbankens prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsskälens förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser minimum och maximum intervallerna för samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

Kortsiktsprognoser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring

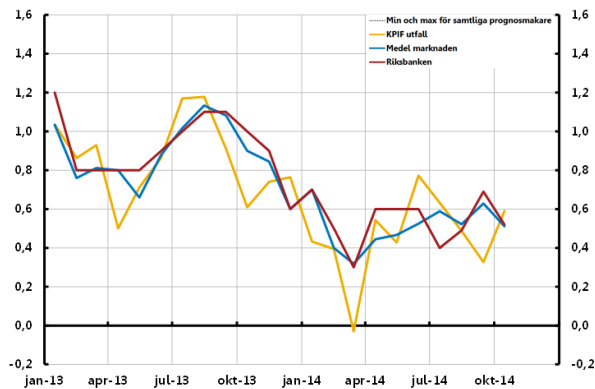


Riksbankens prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser minimum och maximum intervallerna för samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

Kortsiktsprognoser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring

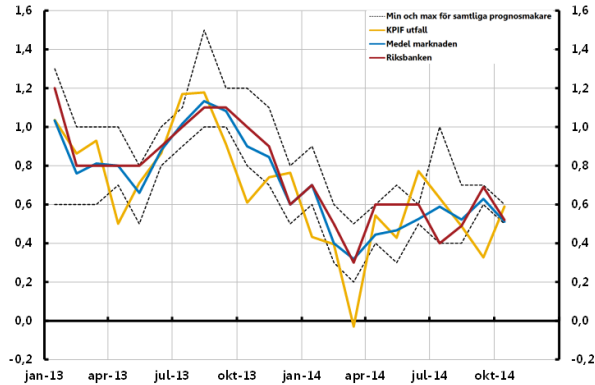


Riksbankens prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser minimum och maximum intervallerna för samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

Kortsiktsprognoser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring



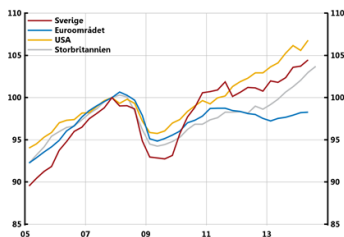
Riksbankens prognoser enligt senaste publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser minimum och maximum intervallen för samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

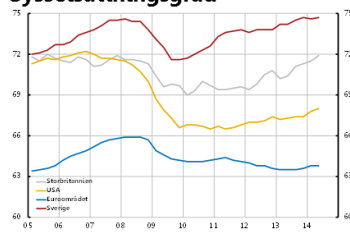
Den låga inflationen har inte hindrat realekonomin från att utvecklas väl



BNP



Sysselsättningsgrad



BNP Index, 2007 kvartal 4 = 100.

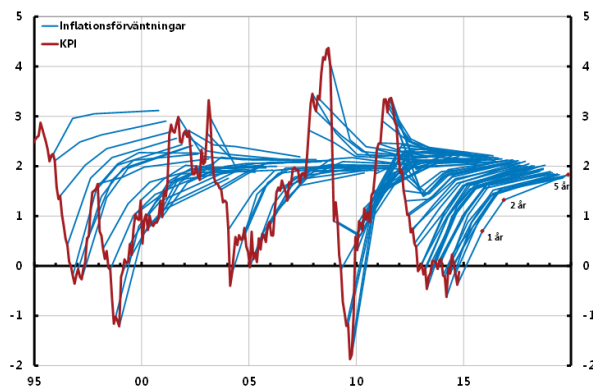
Sysselsättningsgrad, procent av befolkningen, 15-64 år.

Källor: Eurostat och OECD



Det nominella ankaret får inte släppa

Årlig procentuell förändring

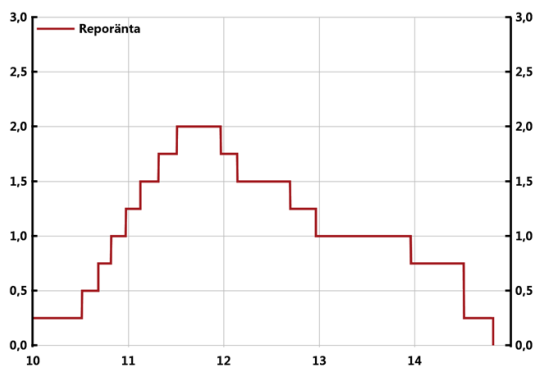


Inflationsförväntningar enligt penningmarknadens aktörer.

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera



Penningpolitiken har reagerat kraftfullt



Reporänta, procent. Avser dagsdata.

Källa: Riksbanken



Min syn på penningpolitiken

- Det vi nu gjort bedömer jag som tillräckligt för att få inflationen att stiga till 2 procent. Men om det inte räcker har vi
 - ytterligare ett visst utrymme när det gäller räntepolitiken
 - samma verktyg för okonventionell penningpolitik som andra centralbanker
 - Det går förstås inte att lova att inflationen kommer att stiga som väntat men penningpolitiken är tydligt fokuserad på att få inflationen till 2 procent
 - Penningpolitiken har inget utrymme att i detta läge bidra till att hantera hushållens skulder
 - tvärtom bidrar penningpolitiken till att öka riskerna
 - allt mer brådskande för andra politikområden att agera
-