

Offentlig utfrågning om den aktuella
penningpolitiken 23 februari 2016

ISSN 1653-0942
ISBN978-91-87541-45-2
Riksdagstryckeriet, Stockholm, 2016

Innehållsförteckning

Förord	4
Program för finansutskottets offentliga utfrågning om den aktuella penningpolitiken	5
Stenografisk utskrift från den offentliga utfrågningen	6
Bilder från utfrågningen.....	33

Förord

Den 23 februari 2016 höll finansutskottet en öppen utfrågning i riksdagen om den aktuella penningpolitiken med Riksbankschef Stefan Ingves och vice riksbankschef Martin Flodén. I det följande redovisas programmet, en utskrift av de stenografiska uppteckningar som gjordes vid utfrågningen och de bilder som föredragshållarna visade under sina presentationer.

Program för finansutskottets offentliga utfrågning om den aktuella penningpolitiken

Datum: tisdagen den 23 februari 2016

Tid: kl.10.00–12.00

Plats: Skandiasalen

Inbjudna:

Stefan Ingves, Riksbankschef

Martin Flodén, vice riksbankschef

Inledning

Fredrik Olovsson, finansutskottets ordförande

Anföranden:

Stefan Ingves, riksbankschef

Martin Flodén, vice riksbankschef

Frågor från utskottets ledamöter

Avslutning

Fredrik Olovsson, finansutskottets ordförande

Stenografisk utskrift från den offentliga utfrågningen

Ordföranden: Välkomna hit! Klockan är 10.00, och finansutskottets offentliga utfrågning om den aktuella penningpolitiken inleds. Jag vill börja med att hälsa riksbankschef Stefan Ingves och vice riksbankschef Martin Flodén hjärtligt välkomna. De här övningarna går till på det viset att riksbankschefen och därefter vice riksbankschefen inleder med en föredragning, och sedan får ledamöterna i utskottet möjlighet att ställa frågor. Ett par åt gången brukar vi ta. Vi börjar alltså med riksbankschefen – varsågod!

Riksbankschef Stefan Ingves: Tack för det! Jag ska ge en inledning om den svenska penningpolitiken men tänkte börja med att berätta lite grann om den internationella bilden och om hur världen ser ut, lite som bakgrund till var vi befinner oss för närvarande.

Om man tittar på vad som för närvarande sker i tillväxthänseende i omvärlden ser vi en måttlig återhämtning framför oss. Som många gånger tidigare visar den gula linjen att den amerikanska ekonomin växer snabbare än den europeiska. I Europa är man också i sakta mak på väg mot en tillväxt någons kring 2 procent, och det spelar stor roll för oss.

Om man väger ihop detta, handelsvägt, med Sveriges största handelspartner får man den röda linjen, och den visar att vi framför oss de närmaste åren ser en tillväxttakt som är drygt 2 procent. Ställt mot tillväxten i Sverige, som jag återkommer till, är det en tillväxt runt omkring oss som för närvarande är lägre än den svenska.

Även om den här bilden ser hyggligt stabil ut just nu är det samtidigt så att mellan vårt penningpolitiska beslut i december och det i förra veckan har det ändå blivit mer och mer osäkerhet med framför allt, vid det här laget, en längre tidsperiod av fallande aktiepriser. Börserna har fallit globalt, och det påverkar också vad som har skett i Sverige. Oron här rör Kinas ekonomi och vilken betydelse det som sker i Kina kan tänkas ha för den globala tillväxten.

Det andra är de mycket stora fluktuationerna i energipriser, inte minst oljepriset. Om vi jämför den blå streckade linjen med den röda ser vi att oljepriset nu är betydligt lägre än vad vi trodde i december, även om vi ser framför oss en gradvis ökning. Det är dock naturligtvis väldigt svårt att göra den här typen av bedömningar, vilket har att göra med en betydligt ökad produktionskapacitet på olika håll i världen och potentiellt ytterligare ökad produktionskapacitet när det gäller utbudet av olja. Samtidigt går också efterfrågan på olja ned när efterfrågan på råvaror har minskat. Ett ökat utbud och lägre efterfrågan leder till kraftigt fallande priser, och det är ju också det vi har sett.

Samtidigt är det så att eftersom Sverige inte producerar olja så är detta inte någonting som är dåligt för den svenska ekonomin. I grunden är det här alltså

något som förbättrar Sveriges terms of trade och innebär en positiv utveckling för svensk ekonomi. Men på kort sikt leder det naturligtvis till att inflationen blir ännu lägre än vad den annars hade varit, och det är i sig en fråga som är värd att begrunda när man bedriver den verksamhet som vi bedriver på Riksbanken med ett inflationsmål.

Tittar man lite på inflationen i omvärlden, här exemplifierat med euroområdet, USA och Storbritannien, ser vi att låg inflation är ett fenomen som i dag finns på många olika ställen, inte minst hos stora, viktiga handelspartner för Sverige. Inflationstakten ligger kring noll eller lite däröver, och det är någonting som har pågått en tid. Ni ser att inflationstakten har krupit nedåt under ett antal år, och det betyder i dagsläget att sex av tio viktiga handelspartner för svenskt vidkommande har en inflation som ligger under 1 procent.

Detta betyder också att man i den världen för närvarande driver en synnerligen expansiv penningpolitik. Europeiska centralbanken har anpassat sig till den låga inflationstakten och lånar ut mycket pengar och har en negativ ränta. Den japanska centralbanken införde alldeles nyligen en negativ ränta. Det pågår en diskussion om i vilken takt man ska höja räntan långsamt i den amerikanska ekonomin. Bank of England tror vi också kommer att avvakta ett tag innan någonting händer på räntesidan.

Det här innebär med andra ord att räntenivån globalt sett är väldigt, väldigt låg, och i en liten, öppen ekonomi som den svenska kan vi inte avvika från det i någon större utsträckning. Vi måste helt enkelt hålla ett öga på vad som sker internationellt och ta hänsyn till det, för det skulle potentiellt kunna påverka kronkursen, och om kronan apprecieras väldigt mycket så får vi ytterligare problem när det gäller inflationstakten i Sverige. I en viss mening lever vi således med det som pågår i vår omvärld. Det kommer vi inte ifrån, utan så ser det ut.

Det här betyder med andra ord att låg inflation inte är något som är unikt för Sverige. I dagsläget och i den här världen är det dock så att perioden med låg inflation blir ännu längre än vad vi har föreställt oss tidigare. Om man tittar på vår prognos, den blå streckade linjen, från december och den nu här i februari ser vi att vi har justerat ned prognosen i närtid med ungefär en halv procentenhet. Detta kommer sig av några olika skäl. Vi har haft lägre utfall än tidigare. Priset på energi och livsmedel har inte alls stigit på det sätt som vi hade förväntat oss. Lägre oljepris drar naturligtvis ned prisökningarna på energi framöver. Vi gör bedömningen att hyresökningarna blir lägre än vad vi har sett tidigare.

Samtidigt är det så att i det allra senaste inflationsutfallet i januari blev prisökningarna faktiskt lite högre än vad vi trodde, och det har till en del att göra med skatteändringar och lite högre livsmedelspriser än vad vi hade förväntat oss.

Summa summarum innebär detta ändå att det tar ett tag innan inflationen stiger, men mot bakgrund av den bild som jag nyss visade av vad som sker i vår omvärld torde det ändå vara så att inflationen blir lite högre än i omvärlden så småningom, även om det tar ett tag innan det inträffar.

Vi tror och tycker att det är viktigt att försvara inflationsmålet, för det är en hörnsten i svensk ekonomisk politik. Så har det varit ganska länge vid det här laget. Även om det kanske mer eller mindre börjar falla i glömska är det viktigt att skapa stabila spelregler. Vi hade det inte så på 70- och 80-talet när både priser och löner varierade kraftigt och inflationstakten allmänt sett var väldigt hög.

Det är viktigt, tror vi, för hushåll och företag att kunna lita på att inflationen hamnar nära 2 procent när man fattar ekonomiska beslut. Det skapar goda förutsättningar för en långsiktig och stabil tillväxt, där av den mycket expansiva penningpolitik som vi bedriver i dagsläget och som också bedrivs på en lång rad andra håll i världen.

Vår bedömning nu senast är att räntan kommer att vara låg framöver. Vi har en negativ reporänta på minus 0,5 procent, eftersom vi bestämde oss för att sänka räntan med 0,15 procentenheter. Vi fortsätter att köpa statsobligationer på det sätt som vi angav under hösten, och när den processen löper kommer vi att ha köpt ungefär 200 miljarder statsobligationer fram till halvårsskiftet. Det innebär att ungefär en tredjedel av stocken är utestående statsobligationer.

När vi köper statsobligationer betalar vi med nya svenska kronor, vilket alltså innebär att det blir 200 miljarder mer i nya riksbankspengar i samband med den processen. För att inte skapa osäkerhet så vi den här gången också att vi kommer att återinvestera när obligationer förfaller eller räntebetalningar förfaller, och vi har också sagt att detta kommer vi att göra under överskådlig tid. Det innebär att vi liksom fortsätter att rulla den här portföljen ända till den dag vi säger någonting annat.

Denna kombination innebär en mycket, mycket expansiv penningpolitik i dagsläget där vi både jobbar med priset på pengar – den negativa räntan – och mängden pengar, det vill säga vi skapar mer pengar via köpen av statsobligationer. Detta pressar naturligtvis ned den allmänna räntenivån i svensk ekonomi.

Så här långt har inflationsuppgången främst drivits av en svag krona. Det fångar vi till en del här i grafen till vänster som visar prisutvecklingen på varor och livsmedel. Det är alltså produkter som har ett förhållandevis högt importinnehåll. Ni ser här att varupriserna har fallit under lång tid, men när kronan har försvagats stiger varupriserna i dagsläget där det inte har varit så under ganska lång tid. Även livsmedelspriserna har hela tiden legat betydligt över den låga inflation som vi ser sammanlagt.

Samtidigt sker det en försiktig uppgång i inhemska priser, och här låter jag tjänstepriser illustrera detta. Någonting händer kring 2012: Tjänsteprisutvecklingen tog ett skutt nedåt från kring 2 procent till någonstans kring 1 procent. Vad som är viktigt i framtiden är att när det går bra för svensk ekonomi, vilket det ju gör, så finns det skäl att tro att den svenska kronan kommer att sakta stiga i värde, med betoning på sakta. När detta sker behöver det ske en omfördelning av efterfrågan mot inhemsk efterfrågan på ett sådant sätt att inhemska priser också stiger på ett sådant sätt att vi når vårt inflationsmål på 2 procent.

När det gäller konjunkturutvecklingen ser vi framför oss några år med god tillväxt. Konjunkturen har vid det här laget stärkts under ett antal år. Grafen till vänster talar för sig själv i det avseendet. Vår uppfattning är att tillväxten kommer att vara god också kommande år, det vill säga tillväxten ligger högre än genomsnittlig tillväxt i svensk ekonomi under de kommande åren.

Det här leder även till att vi får en fallande arbetslöshet. Sedan vänder kurvan uppåt, och skälet till det är inte konjunkturutvecklingen, utan det har att göra med att arbetskraften ökar, inte minst när de som kommer till Sverige i dagsläget så småningom kommer att räknas in i arbetskraften. Därför får man den här böjen. Hanteringen av detta är dock mer en framtida strukturell fråga än en fråga för penningpolitiken.

Mot den bakgrunden, med en låg inflation i omvärlden, för låg inflation i Sverige, negativ ränta och samtidigt mycket god tillväxt, skulle jag vilja säga att det är en närmast unik kombination när det gäller den allmänna ekonomiska utvecklingen, och då är det heller inte självklart hur vi ska hantera det. Denna gång var det inget självklart beslut vad vi skulle göra, därför att svensk ekonomi växer sig allt starkare. Inflationen och framför allt inflationsförväntningarna har stigit, så det har svängt på den kanten och inflationsförväntningarna är nu sakta på väg uppåt. Prognosen är nedreviderad när det gäller inflationen men mycket på grund av lägre energipriser och hyror. Det här innebär att den allmänna utvecklingen i svensk ekonomi är sådan att inflationen borde närma sig 2 procent. Det har vi sagt många gånger tidigare, och det har inte inträffat.

Samtidigt råder det en stor osäkerhet i vår omvärld, inklusive vart penningpolitiken i vår omvärld kommer att ta vägen. Vi är beroende av en svag krona tills en mer inhemskt genererad inflation tar vid så att summan av utländsk efterfrågan och inhemsk efterfrågan producerar en inflationstakt på 2 procent. Inflationen och inflationstakten, inflationsförväntningarna, har vid det här laget legat under målet länge, och det är naturligtvis viktigt att få upp inflationsförväntningarna.

Mot den bakgrunden var slutsatsen denna gång att det var lämpligt att sänka räntan till minus 0,5, därav det beslut som Riksbanken fattade.

I en osäker värld när inflationen är på väg upp får man räkna med en ganska skakig utveckling framöver. Detta betyder också att vi har en hög beredskap att göra mer om vi skulle behöva göra det, för vi kan inte utesluta att det kan komma bakslag. Om och hur penningpolitiken reagerar i en sådan värld beror helt och hållet på inflationsutsikterna, vad som sker i vår omvärld och den allmänna ekonomiska utvecklingen. Men det är viktigt här för vår del att inflationen fortsätter att uppvisa en positiv trend så att inflationen gradvis är på väg upp.

Vad vi kan göra är att använda den verktygslåda som vi har återgivit och pratat om här ett antal gånger tidigare. Vi har fortfarande möjlighet att sänka reporäntan. Man kan alltid resonera om hur mycket, men tekniskt har det inte funnits några större bekymmer så här långt.

Vi håller på att analysera olika tekniska åtgärder i styrsystemet som kan understryka räntesänkningar ytterligare. Vi kan köpa mer värdepapper, det kan

ske på en rad olika sätt. Vi har en hög beredskap att intervensera på valutamarknaden om slutsatsen är att det skulle behövas. Vi kan också fatta de beslut som vi behöver när som helst, mellan de penningpolitiska mötena. Ett exempel var de beslut vi fattade för drygt ett år sedan när det helt plötsligt började röra sig ganska mycket i vår omvärld. Då kom vi fram till att det inte var lämpligt för oss att sitta och vänta till nästa penningpolitiska möte.

Samtidigt vet vi att det för med sig risker att ha extremt låga räntor. Det här är en fråga som vi också har återkommit till många gånger. Vi har snabbt stigande bostadspriser och en allt högre skuldsättning. Det kan illustreras på många olika sätt. I det här fallet har vi tagit med utvecklingen av disponibel inkomst i förhållande till prisutvecklingen på bostäder, och där ser ni att effekten är sådan att ju mer bostadspriserna lösgör sig från utvecklingen av disponibel inkomst i desto högre utsträckning måste man täcka mellanskillnaden genom att låna mer.

I en ekonomi där man får väldigt uppblåsta balansräkningar ökar alltid risken på ett eller annat sätt, i första hand i den meningen att om hushållen är väldigt känsliga för störningar och det då händer något i ekonomin så drar man ned på efterfrågan, vilket innebär en allt högre makroekonomisk risk. Samtidigt är det så att går det för långt, ja, då leder det också i slutändan till risker också inom finanssektorn, vilket vi ju känner till från en lång rad andra länder.

Detta är exemplifierat i grafen till höger när det gäller hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst. Den här gången har vi också tagit med bostadsrättsföreningarnas skulder, och då hamnar man ännu högre, för det är ju bostadsrättsägarna som gemensamt äger också de skulderna.

Detta innebär att det är ytterst angeläget att vi i svensk ekonomi löser de frågor som finns på svensk bostadsmarknad så att hushållen inte fortsätter att låna för mycket. Det finns en hel meny av olika verktyg som man kan använda för detta, och det har vi pratat om många gånger tidigare: Det handlar om att förtydliga Finansinspektionens verktygslåda, verktyg och mandat när det gäller makrotillsyn så att de också kan använda sina verktyg. Vi har pratat om amorteringskrav, minskad eller borttagen avdragsrätt, skuldkvotstak och så vidare. Det finns många olika åtgärder som man kan vidta här, men samtidigt är det också så att utbudet av bostäder behöver öka så att vi kan återskapa balans på den svenska bostadsmarknaden.

Några viktiga frågor framför oss under 2016 som vi ser är ett fortsatt arbete med att fördjupa inflationsanalysen, se till att vi får upp inflationstakten till 2 procent och försöka förstå så gott som det över huvud taget går vad som nu sker på den sidan i svensk ekonomi. Frågan kring en tudelad arbetsmarknad påverkar också och kan påverka inflationstakten i svensk ekonomi. Där finns en lång rad olika strukturella frågeställningar som ligger långt utanför penningpolitiken men som ändå är någonting som är viktigt för oss att hålla ett öga på. Vi behöver utvärdera och fortsätta analysera olika typer av makrotillsynsåtgärder och framför allt se till att vi får de systemen på plats på ett bra sätt. Sedan återkommer vi i utskottet längre fram i vår när det gäller diskus-

sioner kring penningpolitiken och de slutsatser och resonemang som finns i Goodfriends och Kings utredning.

Det är den agenda som vi har framför oss.

Vice riksbankschef Martin Flodén: Tack för att även jag får komma hit! Det är ungefär ett och ett halvt år sedan jag var här senast, i augusti 2014 om jag minns rätt, och i dag tänkte jag lite kortfattat försöka sammanfatta min syn på penningpolitiken under hela den här perioden sedan jag var här senast, framför allt de avvägningar som har varit viktiga för mina penningpolitiska beslut under den tiden.

Det är en tidsperiod som har varit ganska speciell för svensk penningpolitik, får man säga. Som ni vet, och som Stefan har talat om här, har vi under den tidsperioden gjort svensk penningpolitik mer expansiv, och vi har gjort det på ett sätt som åtminstone på ytan ser lite speciellt ut. Vi har infört minusränta i februari 2015, vi har sänkt räntan ytterligare några gånger efter det, vi har påbörjat ett tillgångsköpsprogram där vi köper statsobligationer och vi har signalerat en ökad beredskap för att agera även mellan ordinarie möten, vilket vi har gjort, bland annat.

Jag har försökt att dela in de faktorer som jag tycker har varit viktiga för mina penningpolitiska beslut under den här tidsperioden i fyra grupper. Den första gruppen som ni ser här handlar egentligen om ganska traditionella stabiliseringspolitiska bedömningar. Som Stefan sa har vi under det senaste året framför allt haft en snabb tillväxt i svensk ekonomi, men när man tittar på svensk tillväxt tycker jag att man ska ha i åtanke dels att vi har haft en snabb ökning av den arbetsföra befolkningen och befolkningen i stort i svensk ekonomi men framför allt att vi kommer från ett svagt konjunkturläge. Riksbankens bedömning och även andras bedömningar har även under det senaste året varit att vi fortfarande har haft ett svagt resursutnyttjande och ledig kapacitet i ekonomin. Det har man bland annat sett genom att titta på arbetsmarknaden där vi fortfarande har haft en ganska hög arbetslöshet. Sedan är det förstås så att det varierar från bransch till bransch. Det kan vara lite mer ansträngt i vissa sektorer än i andra, men det övergripande intrycket är ändå att det har funnits lediga resurser.

Det är den ena biten, och det talar förstås för att det behövs en mer expansiv penningpolitik. Den andra biten av det här handlar om att inflationen har varit låg och att inflationsförväntningarna har fallit.

Jag tycker att en viktig graf att titta på som illustrerar väldigt mycket av det som har legat bakom våra beslut den senaste tiden är den här som visar inflationen men mätt nu med KPIF exklusive energi. Det här är alltså ett mått på underliggande inflation. Vi har rensat bort effekten av våra räntesänkningar på bolåneräntorna, och vi har också rensat bort energipriserna, så här ingår inga effekter från fallande oljepriser, åtminstone inte direkt. Som ni vet har ju oljepriserna fallit väldigt kraftigt de senaste åren, och även elpriserna har varit låga.

Tittar man på den här grafen så ser man att även om man tittar på underliggande inflation så har inflationen legat klart under målet nu i drygt sex år och inte varit uppe på 2 procent. I genomsnitt har underliggande inflation legat kring ungefär 1 procent under den här tidsperioden. Man kan titta på andra mått, och man kan titta även på KPI-inflationen, där energipriserna kommer med och så vidare, och man får samma bild. Det handlar alltså inte om att vi har reagerat på tillfälliga faktorer som lägre energipriser och så vidare, och det handlar inte heller om att vi tycker att det är viktigt att inflationen ligger på precis 2 procent hela tiden.

Det här är alltså en lång tidsperiod, och problemet är att inflationen under den här långa tidsperioden har legat ensidigt på en sida om målet. Frågan är: Vad leder det här till för utvecklingen för inflationsförväntningarna och förtroendet för inflationsmålet? I förlängningen, om vi inte har ett förtroende för inflationsmålet, så kan det leda till flera problem. Stefan nämnde pris- och lönebildningen – det är jätte viktigt att den fungerar. En annan problematisk utveckling är ju om inflationen och framför allt inflationsförväntningarna trendmässigt sjunker och blir alltför låga. Då blir det svårare att använda penningpolitiken, inte bara för att få tillbaka inflationen mot målet utan också för att hjälpa den reala sidan av ekonomin, tillväxten och sysselsättningen, och få ned arbetslösheten. Det är alltså ett stort problem för svensk ekonomi om inflationen blir alltför låg.

Går vi tillbaka drygt ett år i tiden och tittar på den graf som vi hade framför oss då såg vi fortfarande en nedåtgående trend för den underliggande inflationen, samtidigt som vi såg snabbt fallande energipriser – oljepriserna framför allt – och vi såg en alltmer expansiv penningpolitik från omvärlden. Det var det läget vi befann oss i när vi började bedriva den här så kallade okonventionella penningpolitiken. Det är viktigt att ha i åtanke.

Det senaste året ser vi att den underliggande inflationen i varje fall har rört sig tydligt uppåt. Det syns tydligt i den här grafen, och vi är nu på väg mot 2 procent. Men det är en utveckling som inte hade skett, och det tror jag att vi kan säga med ganska stor säkerhet, om vi inte hade bedrivit en väldigt expansiv penningpolitik. Man kan alltså inte tro att man hade fått den här inflationsutvecklingen utan att samtidigt ha den expansiva penningpolitiken. Det är en utgångspunkt för vår penningpolitik.

En annan grupp av faktorer, vilken Stefan delvis redan har talat om, handlar om omvärldsräntorna som har varit låga. Stefan nämnde det här med en väldigt expansiv penningpolitik i omvärlden. Det handlar inte bara om det utan även om mer underliggande räntor.

Vi kan börja med att titta på den väldigt expansiva penningpolitiken i omvärlden, här illustrerat med den blå linjen som är Europeiska centralbankens styrränta, kan vi kalla det. Vi ser att den har varit väldigt låg ända sedan finanskrisens utbrott hösten 2008 och är ungefär på samma nivå som den svenska styrräntan. Dessutom har förväntningarna på marknaden hela tiden skiftat på att räntan kommer att förbli låg under allt längre tid, och vi har sett liknande

utvecklingar för andra viktiga centralbanker som amerikanska Fed, Bank of England, Bank of Japan och så vidare.

Den blå prickade linjen är marknadens nuvarande förväntningar på var styrräntan kommer att ligga framöver i euroområdet, och som ni ser är förväntningarna att den kommer att förbli låg under väldigt lång tid. Stefan nämnde problemen som uppstår om vi som en liten omvärldsberoende ekonomi inte anpassar oss till omvärldens penningpolitik.

Det finns en parallell utveckling när det gäller globala räntor som handlar om mer underliggande trender. Den här grafen visar reala räntor, alltså räntor när man rensar bort effekten av inflation och egentligen kortsiktig penningpolitik. Det här är långa framåtblickande räntor, tioårsräntor, som egentligen inte påverkar så mycket av penningpolitiken. I det här fallet är det brittiska räntor, men vi ser egentligen en liknande utveckling oavsett vilket utvecklat land vi än tittar på – USA, Tyskland och så vidare. Vi ser att de här underliggande realräntorna har fallit under flera decennier, och det var en trend som vi såg före finanskrisen.

När det gäller de penningpolitiska räntorna byggs den svenska styrräntan ju upp dels av den här underliggande räntan, realräntan, dels av inflationsutvecklingen i Sverige. När de underliggande räntorna faller påverkar det alltså även svensk penningpolitik, och vi måste ha en lägre styrränta i Sverige för att inte svensk ekonomi, tillväxt och sysselsättning ska drabbas negativt.

Vad är det för faktorer som ligger bakom den här globala utvecklingen? Det är lite omdebatterat, men det hänger ihop med internationellt sparande och investeringsbeteende, demografiska förändringar, kanske framväxt av snabbväxande utvecklingsekonomier med sämre socialförsäkringssystem och så vidare, det vill säga sådant som egentligen inte hänger ihop med svensk ekonomi och svensk penningpolitik.

En tredje grupp av förklaringsfaktorer som har varit viktig för oss när det gäller att bedriva den här så kallade okonventionella penningpolitiken handlar om att den egentligen inte har varit så okonventionell. Penningpolitiken har haft ett ganska normalt genomslag i svensk ekonomi, och samtidigt har minusräntan inte haft några tydliga negativa effekter på till exempel finansmarknadernas funktionssätt, hur hushållen betar sig och så vidare. Hushållen kan än så länge läsa om minusränta i tidningen, men det är ingen ränta som hushållen möter utan minusräntan drabbar ju professionella aktörer på finansmarknaderna.

Ett sätt att se det här ganska normala genomslaget är att titta på de kanaler som vi brukar tänka oss att penningpolitiken verkar igenom. Det handlar dels om genomslaget på marknadsräntor men kanske framför allt på utlåningsräntor till hushåll och företag. Det ser vi i den vänstra grafen. Den röda linjen är vår reporänta som vi bestämmer över.

När vi har sänkt den med 2 ½ procentenhet från slutet av 2011 har utlåningsräntor till hushåll och företag fallit nästan precis lika mycket. Det gäller även under 2015, när vi har varit nere på minusnivåer. Utlåningsräntorna har följt med ungefär som normalt.

Vi har också fått ett ganska normalt genomslag på växelkursen. Vi hade en period när svensk styrränta var lite högre än i omvärlden. Då stärktes kronan bland annat på grund av det. När vi sedan har fört en alltmer expansiv penningpolitik har kronan slutat att stärkas och försvagats lite grann. Detta trots att även omvärlden har fört en väldigt expansiv penningpolitik.

Den sista punkten som jag tycker är viktig handlar om risker med lågt ränteläge. Stefan var inne på en del av det här. Vi ser en snabbt ökande skuldsättning i hushållssektorn kopplad till framför allt bolånemarknaden och snabbt stigande bostadspriser. Det kan också vara så att finansiella aktörer, placerare på finansmarknaderna, börjar ta allt fler risker när räntorna är låga. Så kan det vara, och det är risker som vi ser. Frågan är vad lösningen är på sådana problem. Vad kan Riksbanken göra åt det?

Som jag har talat om är ränteläget lågt – dels på grund av de globala trenderna i underliggande räntor, dels på grund av omvärldens penningpolitik. Det kan inte vi göra så mycket åt med svensk penningpolitik. Det som behövs där är mer optimism i världsekonomin och högre förväntningar på tillväxten i världsekonomin.

Den andra delen av det låga ränteläget i Sverige handlar om låg svensk inflation och låga svenska inflationsförväntningar. Det som behövs är högre inflationsförväntningar, och det kan vi bidra till genom att föra en expansiv penningpolitik i Sverige. Det behövs låga räntor nu för att vi ska kunna få ett varaktigt högre ränteläge framöver.

Till sist tänkte jag säga några ord om var vi befinner oss i dag. Det var ju så att jag reserverade mig mot räntesänkningen på det penningpolitiska mötet som vi hade för två veckor sedan. Det hänger ihop med att faktorerna som jag gick igenom nyss har förändrats en del med tiden. Läget ser inte riktigt likadant ut i dag.

Stefan gick på ett bra sätt igenom de överväganden som vi stod inför på mötet för två veckor sedan. Det fanns skäl som talade för att fortsätta bedriva en ännu mer expansiv penningpolitik och för att vänta och vara lite mer försiktig. För mig vägde det senare över.

Vi har inte längre ett svagt resursutnyttjande i svensk ekonomi. Under hösten såg vi flera gånger att vi fick oväntat starka utfall för svensk tillväxt, och sysselsättningen blev högre än vi hade förväntat oss.

Vi har också haft den väldigt stora flyktinginvandringen, och vår bedömning är liksom andras att det kommer att sätta press på offentliga finanser under åtminstone de kommande ett eller två åren. Det kommer att leda till framför allt högre offentlig konsumtion men även delvis högre privat efterfrågan, och det kommer att bidra till ett fortsatt högt resursutnyttjande i svensk ekonomi. Det talar för att man kanske inte behöver göra penningpolitiken ännu mer expansiv i dagsläget.

Dessutom är räntan nu nere på en väldigt låg nivå. Min bedömning – även om det här förstås är osäkert – är att det är tveksamt hur mycket genomslag vi kommer att få fortsättningsvis om vi fortsätter att sänka reporäntan, framför allt när det gäller via effekter på utlåningsräntor.

Min bedömning är att vi fortfarande får ett ganska normalt genomslag via växelkursen. Men om vi bara får ett genomslag vid växelkurskanalen vill jag vara lite försiktig i det här läget. Jag landade i att vi nu när vi fortfarande ser en ganska stark konjunktur framöver kan avvakta med ytterligare penningpolitiska stimulanser. I ett senare skede kan vi ändå tvingas sänka räntan, men jag ville att det skulle vara ännu tydligare att det då är nödvändigt.

Ordföranden: Tack så mycket för föredragningarna! Vi går över till frågor från ledamöterna. Jag ska själv ställa första frågan.

Ni har båda varit inne på att om man tar ett steg tillbaka och tittar på hur den svenska ekonomin ser ut ser man att vi har hög tillväxt, fallande arbetslöshet och stigande sysselsättning. Som ni beskriver utsikterna ser resursutnyttjandet positivt ut även framöver – ni säger till och med ”ansträngt” vid något tillfälle.

Samtidigt pekar Flodén på att vi från 2014 har en stigande inflation, inte minst underliggande. I den situationen beslutar sig direktionen ändå för att styrräntan ska vara inte bara negativ utan ännu mer negativ för att stimulera ekonomin ytterligare.

Det är klart att frågan måste ställas hur man avväger att kortsiktigt nå inflationsmålet mot de effekter det kan få på den reala ekonomin mer långsiktigt men också mot beredskapen i penningpolitiken för en annan och sämre konjunktur när man redan är så långt ned att vice riksbankschefen undrar om det är möjligt att få ut ytterligare stimulans av den här sänkningen. Det är min första fråga.

Min andra fråga handlar om valutainterventioner, som nämns som ett möjligt verktyg framöver. Det här har provats av andra, och ska man göra en grov sammanfattning kan man säga att det handlar om stora risker till betydande kostnader med kortsiktiga effekter. Vilken analys är gjord av hur kraftfullt det här verktyget är och vilka risker och kostnader det kan föra med sig?

Både Flodén och Ingves nämnde att omvärlden sannolikt för en något lättare penningpolitik framöver än i dag. I protokollet säger riksbankschefen att det är bra att vara proaktiv. Det låter onekligen bra att vara det – annars är man ju på efterkälken. Men om alla skulle vara proaktiva i det här sammanhanget blir det ju så att säga självuppfyllande.

Frågan är om det inte är möjligt att åstadkomma samma effekt med tydlig kommunikation om hur Riksbanken kommer att agera. Det är ju väldigt svårt för en liten öppen ekonomi, nära inte minst en sådan gigant som euron, att avvika mycket kraftigt. Men det kanske kan tydliggöras genom kommunikation snarare än att man driver på racet nedåt bara för att man tror att andra gör det.

Maria Plass (M): Tack för föredragningen! Mina frågor anknyter till Fredrik Olovssons.

Jag skulle också vilja ta upp det här med valutainterventionen. En majoritet tyckte att man skulle ha ett förlängt mandat för detta, och en ledamot reserverade sig.

Man har som Fredrik så provat det här i andra länder, till exempel i Tjeckien. Det gick inte så bra där. Jag skulle gärna vilja veta vad det är som gör att man tror att det skulle kunna fungera bättre i Sverige.

Direktionen var ju enig om bilden av den ekonomiska utvecklingen. Man hade en samlad bild. Sedan var det två ledamöter, den ene av dem Martin Flodén, som reserverade sig mot att sänka räntan. Jag skulle vilja få fler kommentarer från Stefan Ingves om de skäl och invändningar som fanns mot att sänka styrräntan och inte låta den vara kvar på samma nivå.

Riksbankschef Stefan Ingves: Frågan om beredskap har mycket att göra med det som Martin Flodén gick igenom tidigare. Vi råder ju inte över det allmänna realränteläget i världen. Det innebär att räntorna är låga runt omkring oss.

Alternativet vore att på något sätt hålla en betydligt högre ränta än vad vi har i dagsläget. Det skulle sannolikt leda till en kraftig appreciering av den svenska kronan. Det skulle leda till att det vore ännu svårare att få upp inflationstakten. Konsekvensen av det om det blir dåliga tider framöver är att vi vid den tidpunkten skulle tvingas sänka räntan kraftigt för att hålla igång den svenska ekonomin.

Det är bättre att vi anpassar oss till den räntenivå som finns i resten av världen, att vi lever med den och med det faktum att det är en ovanlig värld vi lever i. Skulle allting bli väldigt mycket annorlunda får vi hantera det den dagen.

Det är ju inte så att vi ännu har använt vår balansräkning i extremt stor skala. Det är annorlunda tider, ja, och vi använder vår balansräkning aktivt. Men vi kan göra mycket mer om det skulle krävas. I så fall får vi hantera det den dagen. Den beredskapen har vi i den meningen att de verktyg som vi talar om har använts tidigare när det gäller att låna ut till bankerna. Vi har kunskapen, och vi bessorer så att säga hantverket när det gäller att hantera det.

När det gäller valutainterventioner vill jag betona att det vi har pratat om är att det för vår del är viktigt att kronan inte stärks för snabbt i närtid. Vi har aldrig sagt att avsikten med detta skulle vara att kraftigt försvaga kronans växelkurs. Det är angeläget att växelkursutvecklingen blir ungefär den som vi talar om i dagsläget.

I den osäkra värld där vi lever i dag, där många centralbanker bedriver penningpolitik på ett sätt som de inte gör till vardags, är det här en åtgärd som finns i vår arsenal och som vi behöver vara villiga och beredda att använda.

Proaktivitet har att göra med att bedömningen från vår sida har varit och är att i en liten öppen ekonomi som den svenska är det en form av riskhantering när det gäller att hantera detta så gott det går visavi vad som händer i vår omvärld. Skulle det vara så att man gör väldigt mycket mer i vår omvärld som vi inte kan genomskåda i dag och vi ligger på fel sida blir det ännu jobbigare att reparera det och att få upp inflationstakten till 2 procent.

Maria Plass frågade om Tjeckien. Mig veterligt har det fungerat ganska bra i Tjeckien, och tjeckerna är nöjda med det som de har gjort på den kanten. Men återigen: Ingenting i detta är enkelt. Det är för närvarande inte enkelt för någon centralbank i något land där man arbetar med de här frågorna eftersom vi är ganska långt från det man kan betrakta som normalitet.

Det är fyra länder som är granne med ett stort valutaområde i det här sammanhanget. Jag talar om EMU, där man bedriver en extremt expansiv penningpolitik. Det är Schweiz, Tjeckien, Sverige och Danmark. Vi har lite olika penningpolitiska regimer, men på ett eller annat sätt sitter vi i samma båt i det avseendet att vi behöver hantera det som sker inom EMU.

Detta behöver inte på något sätt vara dåligt eller skadligt när det gäller penningpolitiken i världsekonomin. Om vi och andra reagerar på vad ECB gör och vad andra gör är summan av det en globalt sett väldigt expansiv penningpolitik. Det bör på lite längre sikt leda till att vi får upp inflationen också på global nivå, och det har Sverige nytta av.

Vice riksbankschef Martin Flodén: Jag vet inte om jag har så värst mycket att tillägga. Ni hade båda flera frågor, men egentligen flyter allting samman i ett och samma resonemang. Det handlar mycket om både valutainterventionerna och beredskapen att agera med räntepolitiken i det läge vi nu befinner oss i.

Jag reserverade mig mot räntesänkningen, och jag har också reserverat mig mot delegeringsmandatet angående valutainterventionerna.

När det gäller valutainterventionerna hade jag flera skäl till min reservation. Det handlade delvis om det här med effektiviteten. Hur effektiva kan interventioner bli, och vilka risker leder de till? Där finns det blandade erfarenheter av det man har gjort i olika länder.

Alla är väl överens om att det här är svårt. Man vet inte exakt vad det leder till. Man kan göra interventioner på olika sätt. Men min bild är ungefär som Stefans: När det är i säcken tror vi att man är ganska nöjd med det. Det har verkat ganska via mycket kommunikation och hur man har påverkat förväntningar.

Man ska förvänta sig att effekterna kommer att bli olika i olika länder. En faktor att ta hänsyn till är hur ens valuta är värderad, om den enligt bedömningar är långsiktigt över- eller undervärderad. Det påverkar vilka risker som uppstår när man börjar göra valutainterventioner och så vidare.

En faktor som har varit viktig för mig och gjort att jag har stått bakom räntesänkningarna fram till $-0,35$ är att penningpolitiken inte bara har verkat via växelkursen. Som jag sa har vi fått ett ganska normalt genomslag, och det har påverkat även till exempel utlåningsräntor och andra marknadsräntor. På så sätt påverkar den penningpolitik vi bedriver alla andra länder. När vi för en mer expansiv penningpolitik har det kanske en viss, liten effekt på penningpolitiken i euroområdet. När man gör någonting där påverkar det oss ännu mer.

I grunden är det förstås bra för svensk ekonomi att ECB bedriver en expansiv penningpolitik som hjälper deras konjunkturåterhämtning tillbaka till ett mer normalt läge. Men det finns en punkt där man kanske börjar arbeta enbart

med växelkursen. Då blir det mer konkurrens mellan centralbankerna, och då kommer även räntepolitiken att bli snarlik valutainterventioner.

Det behöver inte betyda att det är fel att bedriva sådan penningpolitik. Som Stefan säger: När ECB bedriver en expansiv penningpolitik måste vi se till att det inte spiller över i en alltför snabb appreciering av vår krona så att det hämmar konjunkturåterhämtningen i svensk ekonomi och leder till att vi drabbas av lågkonjunktur och hög arbetslöshet. Även jag är beredd att arbeta med till exempel ytterligare minusränta om vi bedömer att det är tekniskt möjligt och att det får genomslag i ekonomin. I vissa lägen kan det vara motiverat.

Det här är bedömningar. Det finns inga enkla svar, utan man får försöka använda sitt sunda förnuft. Då kommer vi i direktionen naturligt att ibland landa i olika slutsatser. Det är därför vi är flera personer – för att det ska bli en sammanvägd bedömning.

Riksbankschef Stefan Ingves: Jag går tillbaka till ordförandens fråga, som jag tyvärr missade tidigare. Den var ungefär så här: Räcker det inte att bara kommunicera?

Nej, min uppfattning är att vi det senaste året har varit i ett läge där det inte räcker. Det har inte räckt att bara prata.

I centralbanksvärlden fungerar det att bara prata om alla vet och förstår att man från tid till annan är villig att använda centralbankens balansräkning på ett oerhört aktivt sätt. Givet de ovanliga tider vi lever i för närvarande är det här ett sådant historiskt tillfälle då direktionens bedömning har varit att det är lämpligt att mycket aktivt använda balansräkningen.

Min förhoppning är att det också är en god investering för framtiden i den meningen att när saker och ting har normaliserats, då vet alla att centralbanken från tid till annan är villig att mycket aktivt lägga manken till och använda balansräkningen. När alla har förstått det räcker det att bara prata.

Dennis Dioukarev (SD): Tack för en bra genomgång! Jag har ju tidigare frågat riksbankschefen hur man på bästa sätt kompenserar hushållen vid ett avskaffande av ränteavdragen. Min fråga i dag går i samma tecken.

Det har lanserats förslag om att avskaffa ränteavdragen till förmån för att sänka de högsta marginalskatterna. Men det är ju rimligt att anta att en sådan omställning skulle bli ekonomiskt svårare att hantera för exempelvis ensamstående småbarnsföräldrar än för dem med högre inkomster.

Mot bakgrund av det undrar jag om det finns ett stresstest eller liknande för hur det skulle påverka de lägsta inkomstdecilerna om ränteavdraget slopas.

Vidare vill jag höra om ni har några reflektioner kring vilken grupp som i så fall är i störst behov av skattelättnader.

Janine Alm Ericson (MP): Herr ordförande! Tack för bra dragningar! Det är komplex materia.

Jag har två frågor. Den ena gäller inflationsmålet i sig. Jag kan förstå argumentet att man vill försvara inflationsmålet nu när det under lång tid har varit extra svårt att nå. Men med tanke på den goda tillväxten, risken för en bostadsbubbla och en osäker omvärld och dess utveckling framåt som ni har varit inne på i dag skulle jag gärna vilja höra lite resonemang kring om man ändå inte skulle kunna överväga ett mer flexibelt inflationsmål.

Min andra fråga är om Riksbanken ser någon lägstanivå för reporäntan. Finns det någon kritisk gräns? Man ser ju på räntebanan att det finns möjlighet att sänka ytterligare, vilket ni också har varit inne på.

Men det står också följande i den senaste rapporten: ”Att reporäntan sänkts under noll, och att vissa marknadsräntor blivit negativa, kan i sig skapa problem på vissa finansiella marknader och för vissa finansiella institut. Riksbanken bedömer dock att de negativa räntorna än så länge inte medfört att det finansiella systemets funktions sätt har försämrats.”

Jag undrar om Riksbanken ser någon nivå där den negativa räntan får sådana negativa konsekvenser för prisstabiliteten.

Emil Källström (C): Jag har två frågor till Stefan Ingves och en till Martin Flodén.

Om man läser den senaste rapporten och jämför med de rapporter som publicerades i februari för ett år sedan och i februari för två år sedan ser man att det med ett undantag är samma mening som beskriver banan tillbaka till normal inflationsnivå. Undantaget är årtalet. Både i februari 2014, februari 2015 och nu är det ungefär om ett år vi ska vara tillbaka på normal nivå.

Det vore intressant att höra på vilket sätt Riksbanken har förbättrat sin prognosförmåga de senaste två åren.

Stefan Ingves säger också att vi är beroende av en svag krona. Det kan man hålla med om, men andra centralbankschefer resonerar ju på samma sätt. Det kan vara jag som är dåligt påläst, men jag ser få motsvarigheter till Stefan Ingves som driver linjen att deras valutor skulle vara undervärderade eller som skulle vilja ha en starkare valuta i relation till kronan. Frågan är alltså varför vi har starkare argument än andra när det gäller strävan efter en relativt sett svagare valuta.

Min fråga till Martin Flodén är följande. Vi befinner oss nu i minusränteläge, och du röstade mot den senaste sänkningen. Jag skulle vilja att du reflekterade lite över riskerna med att ligga på minusränta och kanske dessutom ännu lägre än i dag.

Vi ser ju redan i dag tecken på beteendeförändringar som man kanske inte räknat med. Skatteverket har rapporterat att man får större inbetalningar på skattekontot. Det kanske är för tidigt att säga definitivt, men en teori om det är att de 0,5 procent folk får på skattekontot är en bra affär i jämförelse med andra konton.

Man kan fundera på hur långt man kan gå innan affärsbankerna kommer att se sig tvingade att ha minusränta också på kontona. Redan i dag är det ju de

facto minusränta på konton med 0 procent ränta och avgifter, men den psykologiska skillnaden kan vara avgörande när det faktiskt står att det är minusränta på sparkontot.

Det finns alltså oönskade effekter av att sänka räntan ytterligare. Frågan är hur stora de riskerna är. Var tror Martin Flodén, som röstade mot den senaste sänkningen, att golvet går för dessa risker?

Riksbankschef Stefan Ingves: När det gäller den första frågan om att avskaffa ränteavdragen har vi en längre tid haft synpunkten att det är lämpligt att göra det eftersom hushållen lånar för mycket. Sedan kan det göras på en rad olika sätt. Det är inte den typen av frågor och frågeställningar som vi sysslar med, utan det krävs en politisk process för att hantera detta.

När det gäller själva kalkyldelen är det den typen av kalkyler man gör i Finansdepartementet eftersom det blir rätt mycket frågor och frågeställningar om inkomstfördelning och vilka individer som påverkas på det ena eller det andra sättet. Det finns gott om både kunskaper och resurser i detta land när det gäller att hantera den frågan och göra de kalkyler som man anser är önskvärda.

Låt mig säga så här när det gäller frågan om ränteavdragen: Om man skulle avskaffa ränteavdragen helt och hållet i dagsläget, på denna låga räntenivå, är det ungefärligen tre räntehöjningar vi pratar om. Är det däremot så att man vidtar de här åtgärderna i en sorts normalvärld där räntorna är mycket högre än de är i dagsläget, då pratar vi om mycket större effekter eftersom de nominella effekterna då är så oerhört mycket högre än i dagsläget. I det avseendet är det ett väldigt speciellt läge när det gäller att hantera just den frågan.

När det gäller Janine Alm Ericsons fråga om inflationsmålet och graden av flexibilitet är vår uppfattning att det på ett eller annat sätt behövs ett ankare i det monetära system som vi har. Det är därför vi har ett inflationsmål i Sverige.

Det vi historiskt sett har använt och kämpat med och som inte har fungerat så bra är en fast växelkurs. Det skulle garantera stabilitet i den svenska ekonomin. Det gjorde det inte, för vi lyckades inte kombinera prisutvecklingen i Sverige visavi omvärlden med en fast växelkurs. Under lång tid ledde det till återkommande devalveringar och stora ekonomiska bekymmer.

Vi bytte, och nu har vi i ungefär 20 års tid haft ett inflationsmål på omkring 2 procent och en flexibilitet kring detta inflationsmål. Det har de facto visat sig vara väldigt flexibelt. Som Martin Flodén visade i sin graf har vi i fem års tid legat en bra bit från 2 procent.

Med det beslutsmaskineri som vi har byggt och med vår syn på hur man hanterat penningpolitiken har vi aldrig strävat efter att återställa inflationstakten till prick 2 procent omedelbart. Det tror vi helt enkelt inte är görligt i en ekonomi av den typ som den svenska ekonomin tillhör. Man kan alltid resonera om graden av flexibilitet, men de facto har flexibiliteten varit stor i Sverige på senare år.

Inte desto mindre måste vi när vi gör våra prognoser anta någonting om framtiden. Då har vi och många andra antagit en återgång till normalitet så småningom, för vad annat ska vi anta? Icke-normalitet in i evigheten vore svårt

att anta, för vi vet inte vad det vore. Mot den bakgrunden har det tätt sig naturligt också under den här tidsperioden – även om vi har reviderat det gång på gång – att anta att inflationen så småningom återgår till 2 procent.

Finns det en kritisk nedre gräns för den negativa reporäntan? Ja, det gör det rimligtvis, även om det mig veterligt inte har testats i någon ekonomi var den gränsen kan tänkas gå.

Så här långt är det här i allt väsentligt en fråga mellan Riksbanken och bankerna. Det är viktigt. Martin Flodén tog upp det i sitt inledningsanförande. Det är ju inte enskilda låntagare som får betalt för att låna eller enskilda insättare i bankvärlden som måste betala för att ha pengarna på banken. Dit har vi ännu inte kommit.

Det är också så i dagsläget att alternativet till att ha pengarna på banken är att hålla kontanter. Men bruket av kontanter går ned med raketfart i Sverige. Det är inte så att vi ser någon som helst ökad utströmning av kontanter från Riksbanken, vilket man skulle kunna tänka sig om reporäntan och bankräntan vore väldigt negativa.

Men då ska man lägga till att i en sådan väldigt annorlunda värld ska man inkludera bankernas kostnader för sedeltransporter, för valv, för att försäkra valv och så vidare. Vi är i dagsläget en bra bit från en sådan värld, så i teknisk mening går det nog att sänka reporäntan ytterligare. Men visst finns det någon negativ ränta som är sådan att graden av trassel i ekonomin blir sådan att det inte är lämpligt att vandra den vägen.

Låt mig också ställa det här lite i proportion. När vi köper statsobligationer är det ju så att alla de 200 miljarderna kommer att finnas i systemet, inklusive det likviditetsöverskott som fanns tidigare. Då hamnar vi någonstans strax över 300 miljarder sammanlagt. Alla de pengarna kommer tillbaka till Riksbanken när dagen är slut, och det är på den summan pengar som bankerna måste betala den negativa reporäntan.

En ungefärlig kalkyl säger att den kostnaden för bankerna är ungefär 1 miljard. Vi kan alltid resonera om det, men det är en ungefärlig kalkyl. Men då ska man samtidigt komma ihåg att bankerna tjänar ungefär 100 miljarder per år. Det är de proportionerna vi pratar om. Det betyder att i det avseendet utgör den negativa räntan i dag inte en kostnads massa som bankerna över huvud taget har svårigheter att klara av. Det är viktigt när man för den här diskussionen att inte glömma bort att det är så det ser ut.

Emil Källström ställde en fråga om prognosförmåga. Vi och alla andra som håller på med prognoser sliter med detta. Vår prognosförmåga är ungefär densamma som andras. Vi lägger betydande resurser på att så att säga dissekera KPI i alla dess olika detaljer, där det finns ett mycket stort antal varor. En faktor vi har jobbat intensivt med under senare år och som sedan tidigare har visat sig vara ett bekymmer är komponenten Utrikes resor. Där skiftar det oerhört från månad till månad, och det kan leda till att prognoserna blir fel.

För att hantera detta arbetar vi mycket mer detaljerat nu än vad vi gjorde för några år sedan. Till exempel genomfiskar vi internet och kollar till vilka

priser man kan köpa utrikes resor. Detta använder vi till att göra egna bedömningar i förväg, innan rapporterna kommer. Man ska dock komma ihåg att det är stora skiftningar månad för månad i den komponenten. Det innebär att det ibland slår fel.

Han ställde också en fråga om detta med valuta och argumenten för detta. Jag svarade på den tidigare frågan att om man är granne med ett stort valutaområde har man att leva med det. I det här fallet råkar det för stunden vara fyra länder som på lite olika sätt försöker så gott det går att hantera samma fråga.

Vi gör oss inga illusioner, utan vi använder vår balansräkning aktivt genom att ha en negativ reporänta och genom att köpa statsobligationer. Om vi så skulle behöva kan vi köpa ytterligare statsobligationer. Men i den besvärliga värld vi lever i kan vi inte utesluta att köpa utländska värdepapper. Det är ett annat sätt att uttrycka detta. Det innebär ju också en teknik för att skapa mer svenska pengar och därigenom få upp inflationstakten.

Summan av det som sker i dag, och det påpekade också Martin Flodén, leder till en globalt väldigt expansiv penningpolitik. Det bör leda till att inflationen så småningom stiger. Den bedömning vi har gjort är dock att det är bättre att vara aktiv än att bara vänta och se vad som händer runt omkring oss.

Vice riksbankschef Martin Flodén: Stefan har redan sagt mycket som jag håller med om, så jag ska välja lite selektivt bland saker att svara på. Jag börjar med Emil Källströms fråga om riskerna med minusränta. Det knyter också an till frågorna om lägsta gränsen. Precis som du säger kan det börja uppstå lite märkliga fenomen när reporäntan är negativ. Du nämner detta med tidiga inbetalningar av skatt, som eventuellt beror på att man får högre ränta på skattekontot än på vanliga bankkonton. Nu finns det förstås bankkonton med insättningsgaranti som ger högre ränta än Skatteverket. Det är alltså inte självklart att det är detta som det beror på.

Vi är medvetna om att det kan uppstå beteendeförändringar när vi kommer in på väldigt låga räntenivåer. Vår bedömning har hittills varit att det har fungerat bra ned till $-0,35$. Sådana förändringar har varit på marginalen, på sin höjd. När vi nu har sänkt till $-0,50$ är vår initiala bedömning att det är på samma sätt. Åtminstone finns det inga påtagliga makroekonomiska risker. Ja, risker finns det förstås, för det är osäker terräng, men sannolikt är vi inte nere på sådana nivåer där detta verkligen börjar bita.

Detta är också ett av skälen till att vi under det senaste året har gått ganska försiktigt fram. Tidigare brukade vi förändra reporäntan i steg om 25 punkter, alltså 0,25 procentenheter. Det senaste året har vi dock tagit mindre steg, och det beror på att vi inte har varit nere på dessa nivåer förut, och vi vet att det kan uppstå nya fenomen som vi inte riktigt hade förutsett. Därför tar vi små steg, och sedan gör vi en ny utvärdering och ser om det går att sänka ytterligare.

Det finns ingen hård nedre gräns för räntan, utan det är hela tiden en avvägning mellan olika faktorer. Det handlar om beteendeförändringar. En viktig

faktor som väger in är genomslaget på marknadens utlåningsräntor och växelkurser. Vi får också fundera på om det finns olika sätt att förändra reporäntan.

På det penningpolitiska mötet för två veckor sedan signalerade vi också att vi ser över vårt styrsystem, alltså det sätt på vilket vi implementerar räntan på marknaden. Man kan tänka sig att man kan försöka påverka olika marknadsräntor på olika sätt, just för att kunna komma runt olika tekniska problem som kan börja uppstå när man kommer ned på väldigt låga nivåer. Kanske kan man på detta sätt sänka viktiga marknadsräntor ytterligare en liten bit.

Jag kan också säga något om frågan om inflationsmålet och om vi kan göra det mer flexibelt. Som Stefan sa tycker vi att vi har ett väldigt flexibelt inflationsmål. Vi försöker inte få KPI-inflationen att bli precis 2 procent hela tiden. Det är helt naturligt att inflationen kan avvika ganska mycket, flera procentenheter, från inflationsmålet. Det kan vara okej. Det som inte är okej är om inflationen under en lång period avviker alldeles för mycket och ensidigt från inflationsmålet.

Låt oss anta att vi backar ett år och då kunde se att underliggande inflation låg runt 0,5 procent i svensk ekonomi medan KPI-inflationen var negativ. Då var inflationsförväntningarna på väg nedåt, och förtroendet för inflationsmålet diskuterades. Arbetsmarknadens parter kanske inte längre tar inflationsmålet för givet. Om vi kommer i ett läge där en sådan trend förstärks och vi får ännu lägre inflationsförväntningar och ett svagare förtroende för inflationsmålet kommer det att leda till stora problem för svensk ekonomi, och det kommer att börja leda till att penningpolitiken, trots att vi har en låg styrränta, blir mer åtstramande.

I ett sådant läge kommer arbetslösheten att börja stiga, sysselsättningen blir lägre, tillväxten hämmas och så vidare. Den utvecklingen vill vi undvika. Då gäller det att agera i tid, och då kan man inte vara för flexibel. Då måste man se till att inflationen börjar röra sig åt rätt håll. Där tycker jag att vi var för ett år sedan, och då kan man inte vara mer flexibel.

Nu har vi sett att inflationen har stigit. Inflationsförväntningarna har stabiliserats och börjat röra sig åt rätt håll. Svensk konjunktur går väldigt starkt. Nu är vi alltså inte riktigt i samma läge som för ett år sedan. Jag skulle dock inte säga att vi är på säker mark än. Inflationsmålet, sådant det är utformat, är lite ifrågasatt. Förtroendet för inflationsmålet är också delvis skadat. Det är fortfarande väldigt viktigt att vi fortsätter att få en positiv utveckling för inflationen, så att vi verkligen ser att inflationen etablerar sig runt 2 procent, som är vårt inflationsmål.

Detta betyder inte att vi ska se till att inflationen blir prick 2 procent, men hur flexibel man kan vara beror lite på vilket läge man befinner sig i.

Håkan Svenneling (V): Jag tänkte återkomma till frågan om valutainterventioner. Riksbankschefen fick i början av året delegation på att intervensera på valutamarknaden med målsättningen att kronan inte ska förstärkas för snabbt

gentemot andra valutor. Men valutaintervention är rätt riskfyllt och bör användas med stor försiktighet. Risken finns också att hedgefonder börjar spekulera mot Sverige och att det påverkar effekterna av valutainterventioner.

Den långvariga effekten av valutainterventioner är ganska liten, och det kanske inte ger någon effekt på inhemska priser. Kostnadens storlek kan dock bli stor. Vi kan se att balansräkningen för Schweiz centralbank ökade från drygt 200 miljarder schweizerfranc till 520 miljarder schweizerfranc. Min fråga gäller vad som är Riksbankens gräns. Vad finns det för limit för beslut om valutainterventioner?

Den andra funderingen jag har handlar om vilken påverkan det kan ha på våra grannländer. Det kan också påverka vår export. Alla de nordiska grannländerna är viktiga exportländer för Sverige, men här tänker jag särskilt på Norge. Om det skulle ske en förstärkning av den svenska kronan gentemot den norska kronan skulle det kanske komma att innebära en minskad svensk export.

Finland har en exportekonomi som i mångt och mycket liknar vår. Där skulle en valutaintervention från svensk sida kunna uppfattas som ett försök att konkurrera ut finska företag.

Vilka analyser gör Riksbanken här, och vilken hänsyn tar man till de nordiska grannländerna och deras valutor när man gör planer för eventuella valutainterventioner?

Mats Persson (L): Det är en ganska spretig bild ni målar upp i rapporten och som framgår av protokollet. Å ena sidan är det osäkerhet i vår omvärld och en förväntan på att ECB ska agera som gör att majoriteten i direktionen landar i att man ska vara proaktiv. Å andra sidan ser man stigande inflationsförväntningar. På fem års sikt närmar sig förväntningarna 2 procent. I den bilden ligger också att den underliggande inflationen i år är 1,6 procent.

Med det beslut som majoriteten i direktionen har tagit betyder detta att Sverige kommer att ha en realränta på -2,5 procent i ett läge där vi har högt resursutnyttjande i ekonomin. Direktionen landar i slutsatsen att inflationsmålet nås någon gång i slutet av 2016 eller under 2017. Min fråga är: Hur mycket tidigare når Sverige målet med den här räntesänkningen jämfört med om vi skulle hålla räntan oförändrad?

Min andra fråga berör något helt annat. I presentationen är en omständighet eller ett scenario ni ska titta vidare på konsekvenser av den tudelade arbetsmarknaden. Jag skulle vilja höra lite resonemang och tankar om vad den tudelade arbetsmarknaden i dag innebär. Om inget görs när de många nyanlända ska ut på arbetsmarknaden, vad får det för effekter på penningpolitiken?

Andreas Carlson (KD): Ordförande! Mycket är redan avhandlat, men jag vill återgå till en av de cirklar som Martin Flodén hade kryssat över, med innebörden att vi inte längre har ett svagt resursutnyttjande. Vi ser hur tillväxten ökar. Vi ser att sysselsättningen ökar och att vi är i början av eller på väg in i en

högkonjunktur. I normalfallet skulle, som ni nämnde, detta innebära en åtstramande penningpolitik.

Om man nu sänker räntan när vi är på väg in i eller befinner oss i en högkonjunktur, hur ska vi då kunna hantera en eventuell lågkonjunktur, som ju mycket väl skulle kunna inträffa innan styrräntan är uppe över 0 procent? Min andra fråga berör det som är väl känt om hushållens skuldsättning och de skevande bostadspriserna. Ni har ju berört det ämnet och återkommit till de åtgärder och förslag från Riksbanken som är väl kända. Samtidigt finns det rapporter om att bostadsmarknaden just nu skulle ha planat ut. Detta ska man inte dra för stora växlar på så här tidigt, men hur är er bedömning av läget och er prognos kring detta?

En förklaringsmodell som har nämnts är att bankerna redan har börjat tillämpa ett hårdare amorteringskrav i praktiken. Det skulle vara intressant att höra er bedömning av läget.

Riksbankschef Stefan Ingves: Jag börjar med Håkan Svennelings fråga om valutainterventioner och om det finns någon gräns för det. Det får vi se!

När det gäller grannländerna är det viktigt att betona att vi hela tiden har sagt att syftet med detta inte är att försvaga den svenska kronans växelkurs. Syftet är att undvika en alldeles för snabb appreciering. Det är något helt annat. Vi lever i en osäker värld där vi inte kan veta vad som sker runt omkring oss och där vi behöver vara beredda på både det ena och det andra.

Om vi bedriver en extremt expansiv penningpolitik och om ECB och grannländerna också gör det bör det rimligtvis förr eller senare leda till att samtliga dessa länder får upp inflationstakten till 2 procent eller något där i närheten, även om det är väldigt ovanliga och annorlunda tider. Men vi kan inte ändra på verkligheten. Vi måste se verkligheten som den är och försöka agera därefter så gott vi kan.

Frågan vad som skulle ha hänt om man inte hade ändrat räntan med 15 punkter vill jag besvara med: Inte mycket. 0,15 procent i ränteförändring är naturligtvis inte mycket. I närtid sker det i vart fall inte mycket som en följd av det. Hade inte räntan sänkt hade kanske inflationsökningen till 2 procent dröjt något, men inte mycket. Samtidigt var dock bedömningen att det är bättre att förekomma än att förekommas – det pågår ju processer runt oss också – och detta var framför allt något vi gjorde för att hantera risker i vår omvärld, så att det inte skulle bli ännu jobbigare för oss i Sverige att få upp inflations-takten till 2 procent.

Detta med en tudelad arbetsmarknad är inte en penningpolitisk fråga annat än i den meningen att man vid en viss nivå av lägsta arbetslöshet inte kommer så värst mycket lägre, oberoende av hur penningpolitiken ser ut. Framför allt handlar det om olika strukturella frågeställningar som finns under ytan. De frågeställningarna rör inte penningpolitiken på, alldeles oberoende av hur penningpolitiken påverkar den allmänna efterfrågan i ekonomin.

Jag visade tidigare en graf där det framgår att arbetsmarknaden blir mer och mer tudelad i den meningen att så kallade utsatta grupper har allt högre arbetslöshet, medan i kategorin icke-utsatta grupper är arbetslösheten väldigt låg. Detta är framför allt en långsiktig fråga som ligger utanför penningpolitiken och som har att göra med sysselsättningsgraden i svensk ekonomi. Vi har alltid nytta av att sysselsätta så många människor som möjligt i svensk ekonomi. Alla ska ju försörjas på ett eller annat sätt. Men då befinner vi oss utanför penningpolitiken.

Det vi vill visa när vi har talat om arbetslöshetens utveckling de närmaste åren är vår bedömning av hur det ser ut på arbetslöshetssidan, givet den i dagsläget mycket expansiva penningpolitiken. Då är det naturligtvis ett udda fenomen givet det stora inflödet av asylsökande att arbetslösheten stiger en del då de kommer ut på arbetsmarknaden, givet den synnerligen expansiva penningpolitik som vi bedriver i dag.

Andreas Carlson frågade hur vi hanterar en lågkonjunktur. Skulle det hända stora saker i vår omvärld, så att det blir en lågkonjunktur, kommer ju penningpolitiken att på ett eller annat sätt bli mer expansiv. Redan i dagsläget är reporäntan $-0,5$, och om vi på ett eller annat sätt använder vår balansräkning aktivt är det naturligtvis inte helt enkelt att göra penningpolitiken än mer expansiv. Men detta är en hypotetisk fråga, för vår konjunkturbedömning ser annorlunda ut.

Det mest sannolika är väl att vi skulle befinna oss i en värld där man får resonera om både penningpolitik och om en lång rad olika finanspolitiska åtgärder för att hantera ett sådant läge.

Vice riksbankschef Martin Flodén: Jag börjar med Mats Perssons fråga om hur mycket tidigare vi når inflationsmålet med den förda penningpolitiken jämfört med om man hade följt den linje som jag förespråkar och inte sänkt reporäntan för två veckor sedan. Det är en fråga som är svår att besvara. Vi gör en liten analys av det i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten. I analysen visar vi hur detta beror på hur inflationsförväntningarna skulle påverkas.

Den stora risken är inte om det tar ett eller två kvartal längre för inflationen att nå upp i närhet av 2 procent. Frågan är i stället om förtroendet för inflationsmålet kommer att skadas och att vi hamnar i ett oönskat scenario. Den risken finns definitivt om vi inte är tillräckligt aktiva med penningpolitiken. Den strategi som jag förespråkar, där man inte sänker reporäntan, leder eventuellt till större risker för förtroendet för inflationsmålet. Dessutom leder det förmodligen till att räntorna måste vara låga under ännu längre tid. Det är ytterligare en risk, om man inte tycker om det låga ränteläget. För min del har dock inte den aspekten varit det centrala när jag reserverade mig mot räntesänkningen.

Som Stefan säger leder en förändring med 0,15 procentenheter till mycket små skillnader i inflations- och konjunkturutvecklingen i normalläget. Sedan är vi kanske inte i ett normalläge just nu, men det är svårt att bedöma.

Andreas Carlson frågade också vad som skulle hända om vi får ett svagare konjunkurläge när vi redan har en mycket expansiv penningpolitik. Det är ju ett problem, som Stefan sa. Det bästa som kan hända är förstås att vi får upp inflationen till en nivå närmare målet innan vi får en ny lågkonjunktur. Därmed har vi också högre räntor i utgångsläget. Det är ytterligare en aspekt av vårt så kallade lilla tålamod. Det är viktigt att se till att inflationsförväntningarna ligger nära inflationsmålet och att vi rör oss tillbaka mot lite högre inflation.

Ingela Nylund Watz (S): Tack för två intressanta föredragningar! Min första fråga anknyter till Andreas Carlsons fråga. I det penningpolitiska protokollet finns det några centrala meningar som riksbankschefen står för, nämligen att det är viktigt att nå målet för inflationen innan en eventuell lågkonjunktur inträffar. I annat fall skulle vi hamna i en besvärlig situation för penningpolitiken. Om man lägger ihop detta resonemang, som jag upplever som ganska nytt i ett penningpolitiskt protokoll, med det faktum att vi har problem med inflationsförväntningarna och att vi har fått flytta fram inflationsmålet gång efter annan och nu har levt med ganska låg inflation under lång tid, finns det anledning att fundera över vad som sker om dessa ting går illa i takt. Även om vi alla hoppas att högkonjunkturen håller i sig är osäkerheten i omvärlden stor. Vilka bedömningar gör riksbanken då av vilka åtgärder som behöver vidtas?

Min andra fråga har att göra med Riksbanksdirektionens inre liv, om ni ursäktar uttrycket, och hänger delvis samman med frågeställningen hur stor skillnad det skulle ha varit mellan den räntenivå man nu beslutade sig för och att hålla fast vid det reservanternas föreslog. Är det egentligen så stora skillnader i direktionens synsätt här? Finns det substantiellt delade meningar i direktionen, eller är det krusningar på ytan?

Jörgen Andersson (M): Många av oss har varit inne på att vi befinner oss i en väldigt speciell situation. Vår penningpolitik är mycket expansiv om man ser det i ett globalt perspektiv, tror jag att Stefan Ingves uttryckte det som. Flodén var inne på att det är en trendmässig nedgång som har pågått under rätt lång tid. Det är väl alldeles uppenbart att det är svårt att kanalisera ut stimulanserna i realekonomin, inte bara i Sverige utan också i ett globalt perspektiv.

För Sverige är det, som Stefan Ingves sa, en unik kombination med tillväxt och högt resursutnyttjande samtidigt som vi har en låg inflation. Mot bakgrund av detta är min första fråga: Är den förda penningpolitiken bra för finansiell stabilitet? Då menar jag inte bara i Sverige utan också internationellt, alltså om ni kan resonera lite om era kollegors penningpolitik i andra länder.

Vi talade om en trendmässig nedgång. Samtidigt har vi Stefan Ingves inställning att det är en hörnsten i svensk ekonomisk politik att upprätthålla en inflation runt 2 procent. Många gånger har man fått intrycket att just att försvara inflationsmålet har blivit ett syfte i sig. Det har blivit viktigt att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, och det har stundom varit mer styrande än ekonomiska faktorer.

Till och med i dag gav man uttryck för detta i och med att man som en parameter i det penningpolitiska beslutet hade med just vacklande förtroende för inflationsmålet. Detta ska naturligtvis ställas i relation till att vi har en trendmässig nedgång i inflationen. Särskilt med tanke på att det är svårt att kanalisera stimulanserna ut i realekonomin måste man ställa sig frågan: Har ni resonerat något om kostnaden för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet? Detta måste ju ställas mot alternativkostnaden, alltså att acceptera den trendmässiga nedgången, att vi har en speciell situation och vad det i så fall skulle betyda. Kan det mynna ut i en deflation, och vad skulle det i så fall betyda för alternativkostnad?

Min tredje fråga är helt enkelt: Finns det något som gnager, eller sover ni gott om nätterna?

Emil Källström (C): Min fråga kommer delvis att avvika från den penningpolitiska rapporten. När man inom vårt gebit skickar ett brev till någon är det ofta det sista man gör efter en lång process av försök till dialog. När ett kommunalråd skickar ett brev till en myndighet eller en minister sker det ofta för att alla andra medel är uttömda, men man vill åtminstone visa partikamrater och väljare att man jobbar med frågan och då ställer man samman ett brev. Man vill helst slippa skriva brev. Helst löser man frågan med dialog på andra sätt.

Det har förekommit medieuppgifter om brevväxling mellan Finansinspektionen och Riksbanken. Nu är visserligen bara den ena hälften av brevväxlarna här, men jag vill ändå fråga hur dialogen mellan Finansinspektionen och Riksbanken är. Det är ju viktigt att våra myndigheter har en god dialog, inte minst när det gäller två så viktiga myndigheter för makrotillsynen. Hur pass gott samarbete anser riksbankschefen att han har med sin motsvarighet på Finansinspektionen, och skulle det gå att förbättra samarbetet? Erfarenheterna från finanskrisen visar att gott samarbete och ett gott samarbetsklimat mellan de olika aktörerna har varit viktigt.

Riksbankschef Stefan Ingves: Jag börjar med Ingela Nylund Watz frågeställning. Den är i och för sig hypotetisk, för vi är inte i en sådan värld, och det är inte heller en värld som vi ser framför oss. Men samtidigt är det inte en orimlig fråga eller frågeställning, för man kan aldrig veta hur det kan tänkas bli.

Låt oss säga att det skulle bli väldigt annorlunda – det mest sannolika är då att någonting stort händer i vår omvärld så att det blir en lågkonjunktur av det skälet. Vad vi då får göra är att fortsätta att ännu aktivare använda vår balansräkning, det vill säga skapa pengar. Det som är svårt i de här sammanhangen är att få upp inflationen under ordnade former. Bara frågeställningen om hur man skapar jättemycket inflation är välkänd. Det är prövat i många länder, och det blir väldigt dåligt när man gör det.

I ett sådant scenario kan man väl föreställa sig att det också leder till en del tryck när det gäller statsfinanserna och vad som sker på det finanspolitiska området. Ett sätt att beskriva vad som sannolikt sker i en sådan värld är att man

får ett större budgetunderskott. I en sådan värld där vi fortsätter att köpa statsobligationer innebär det att penningmängden hela tiden ökar. Även om vi köper statsobligationerna på marknaden, inte av Riksgäldskontoret, blir ju nettoresultatet att man finansierar en del av statens verksamhet via Riksbanken. Det är det traditionella sättet att se till att man håller efterfrågan uppe och att man inte får deflation i en ekonomi i ett mycket dåligt scenario. Det är så man gör.

Men låt mig betona att det inte är det vi ser framför oss. Och det är klart att i den värld som vi i dagsläget lever i, när man börjar en sådan manöver med en väldigt låg ränta, är det naturligtvis ganska annorlunda jämfört med om räntan vore på någon form av normal nivå, kring 4–5 procent eller någonting sådant. Men då får man liksom leva med det och göra så gott man kan. Men jag har svårt att föreställa mig en sådan värld där det är penningpolitiken som ensam ska hantera den här typen av frågor. Då får man sannolikt också alla möjliga olika strukturfrågor att hantera och andra typer av obalanser i svensk ekonomi som inte penningpolitiken kan klara av på egen hand.

Jörgen Andersson frågade om finansiell stabilitet, hur det känns eller hur man ser på det här i världen. Ja, det är en fråga som sysselsätter många i centralbanksvärlden, eftersom det är ett så pass nytt och annorlunda läge som vi inte har haft historiskt. En fråga som lever i allra högsta grad i dagsläget är att i en värld där räntorna har varit låga men där det ändå vänder förr eller senare brukar det dessvärre vara så att något eller några snabbväxande länder får stora ekonomiska problem. Normalt sett är det alltid av det skälet att man har lånat för mycket i utländsk valuta, till exempel i dollar. Man har både budgetunderskott och ett bytesbalansunderskott. Det brukar nästan alltid leda till ekonomiska bekymmer någonstans.

I dag finns det ett antal länder där ungefär den bilden avtecknar sig. Man kämpar då med det här i dagsläget på ett sätt som är ganska besvärligt. Brasilien är ett exempel. Turkiet är ett annat. Ryssland är ett tredje. Men det finns en stor medvetenhet om att det här är någonting som finns där och som gör att man behöver vara väldigt observant på det och fundera på hur man hanterar detta.

Sedan var det frågeställningen om inflationsmålet och förtroendet för inflationsmålet. Ja, det är en fråga och frågeställning som vi inte kommer ifrån. För vad skulle vi då sätta i inflationsmålets ställe? Det är det som egentligen är kärnfrågan. Vad är i så fall alternativet? Skulle det vara så att vi inte brydde oss från centralbankssidan om det inflationsmål som vi har kan man råka ut för risken under en period med låg inflation i omvärlden att också inflations-takten i Sverige flyttar sig nedåt, att inflationsförväntningarna gradvis följer med och att man då får förväntningar som ligger långt under inflationsmålet. Förr eller senare ökar då risken väsentligt att vi hamnar i ett scenario där man till och med skulle kunna förvänta sig deflation.

Vid deflation faller priserna. Det lönar sig att skjuta upp inköp till i morgon i stället för att göra dem i dag. Vi vet att det allmänt sett leder till en väldigt svårhanterlig ekonomisk utveckling. I en sådan värld vore vi varvet runt till att hantera de frågeställningar jag alldeles nyss resonerade kring när det gällde

Ingela Nylund Watz frågar om vad som händer i en sådan värld i ett sådant dåligt scenario. Där vill vi absolut inte hamna. De andra alternativen är att ha ett helt annat växelkurssystem eller att inte ha en egen valuta. De frågeställningarna är inte aktuella, såvitt jag kan förstå, när det gäller vad som sker i svensk ekonomi.

Då är det inflationsmålet i dess nuvarande form som gäller. Sedan kan vi alltid resonera om detaljer kring inflationsmålet. Vilket index använder vi? Ska man ha ett intervall eller inte? Med vilken hastighet, som vi har resonerat om tidigare i dag, ska inflationen röra sig mot inflationsmålet? Men såvitt jag kan bedöma är vi i dag i ett läge i Sverige där det är det bästa alternativ som vi har även om det också för med sig en lång rad olika frågor och bekymmer.

Det är svårt att se i dagsläget att det utöver den fråga som både Martin Flodén och jag har pratat om när det gäller risker i den finansiella sektorn är några enorma kostnader för svenskt vidkommande för närvarande, eftersom tillväxten ligger över genomsnittet och arbetslösheten faller. I det avseendet är det svårt att beskriva det som någonting som är särskilt betungande för svensk ekonomi. Men då finns hela tiden den här avvägningen, som vi har att leva med, det vill säga: Går det för fort inom den finansiella sektorn? Hanterar man inte riskerna med hushållens skulder kan det naturligtvis kosta en hel del längre fram. Men det är snarare frågeställningen: I vissa lägen räcker inte räntan till allt. Då behöver man göra flera olika saker samtidigt i svensk ekonomi. Normalt sett är det det svåraste som finns: att göra olika saker samtidigt.

Jag kan inte svara för hur andra i direktionen sover på nätterna. Men jag sover gott om nätterna.

Sedan var det den sista frågan från Emil Källström, om Finansinspektionen och Riksbanken. Ja, vi har en god dialog. Vi har alltid haft en god dialog, och vi har ett gott samarbete. Men sedan kan man inte komma ifrån att våra uppdrag är lite olika. Även om vi har ett mycket gott samarbete betyder det inte alltid att vi tycker samma sak.

Då kan det vara värt att lägga till i just den här frågan, som har diskuterats på senare tid, att det följer av 6 kap. 9 § i riksbankslagen att en bank på anmodan av Riksbanken till Riksbanken ska lämna de uppgifter som Riksbanken anser nödvändiga för att övervaka betalningssystemets stabilitet.

Från vår sida har vi ända sedan 2007, 2008 begärt in data om hur mycket pengar bankerna har, hur likvida de är. Vi har sedan från vår sida skärpt de rapporteringskraven 2014 och 2015. I dagsläget begär vi in daglig data från bankerna som vi gör en löpande bedömning av i fråga om hur det ser ut i bankväsendet. Det är centralbankens balansräkning som används och skattebetalarnas pengar om pengarna tar slut i bankvärlden. Därför är det en hjärtefråga för oss att se till att svenska banker har tillräckligt mycket svenska kronor, för annars kommer de till oss.

Det är viktigt att svenska banker har en tillräckligt hög grad av egen försäkring när det gäller svenska kronor. Av det skälet tycker vi att det är en viktig fråga. Den frågan har vi också diskuterat vid några olika tillfällen i stabilitetsrådet. Men man kan komma fram till lite olika slutsatser i den frågan.

Vice riksbankschef Martin Flodén: Jag tänkte nog bara svara på Jörgen Anderssons frågor. Det var flera frågor. Är det så att Riksbanken ser någon sorts självändamål i att försvara inflationsmålet? Det gör vi inte, utan det finns ett underliggande syfte, förstås. Jag är medveten om att vi ibland är lite slarviga med att motivera det. Vi säger kanske att vi gör det här för att värna förtroendet för inflationsmålet eller någon liknande formulering. Men i grunden handlar det om flera faktorer som är viktiga för den realekonomiska utvecklingen i Sverige, som kan bli lidande om vi inte har ett tillräckligt starkt förtroende för inflationsmålet eller det nominella ankare som vi väljer att ha – det kan ju formuleras på olika sätt. Nu har vi ett inflationsmål.

Som vi har pratat om tidigare handlar det om en väl fungerande pris- och lönebildning. Det är en del här. Om det finns osäkerhet om vart priserna är på väg i ekonomin blir det svårare att komma överens om löner i avtalsförhandlingarna. Det blir svårare för en enskild företagare att sätta priser etcetera. Det i sin tur kan leda till ett försämrat funktionssätt i ekonomin.

Men sedan gäller det nivån på inflationen. Kan vi inte nöja oss med en lite lägre inflation och den inflation som vi har sett under de senaste fem sex åren med en underliggande inflation runt 1 procent eller en som kanske tenderar nedåt till noll eller -1 procent och så vidare? Vad leder det till för problem? Jo, det kan leda till många olika sorters problem.

Stefan var delvis inne på det. Ett sätt att beskriva det handlar ofta om det här med deflation och att det leder till att man skjuter upp sina inköp och så vidare. Ett annat sätt är att fundera på vad det betyder för den reala räntan, alltså den ränta som vi sätter med reporäntan minus inflationen eller inflationsförväntningarna. Det är ju den som bestämmer hur expansiv penningpolitiken är. Med lägre inflation och lägre inflationsförväntningar blir penningpolitiken mer åtstramande. Det leder i sin tur till en lägre tillväxt och högre arbetslöshet.

Det gäller framför allt det som jag visade i grafen med de underliggande långsiktiga räntorna globalt, realräntorna, som har sjunkit med flera procentenheter, kanske till och med 4 procentenheter, från någon sorts topp under 80-talet och början av 90-talet. Om vi för en penningpolitik där vår realränta blir högre än den underliggande realräntan – vi ser det på grafen som visas här – kommer det att leda till en svagare ekonomisk utveckling i den svenska ekonomin. Därför blir det här med att få en inflation på 2 procent ännu viktigare i en miljö med en låg realränta, så att säga.

Det är väldigt många som nu diskuterar vad en sådan här utveckling för realräntorna, om den är väldigt persistent, som många tror, betyder i fråga om vilka inflationsmål man borde ha. Eller hur borde penningpolitiken utformas? De som funderar på det landar alltid i en slutsats: Antingen är det värt att hålla fast vid det mål man har eller så borde man höja inflationsmålen just för att ha ett större handlingsutrymme för penningpolitiken.

Vi har definitivt gjort en avvägning mellan förtjänster och kostnader när det gäller att försöka få upp inflationen mot inflationsmålet. Det kommer att leda till stora realekonomiska problem om vi inte får en högre inflationstakt.

Sedan gäller det de risker som finns i en lågräntemiljö. Vi håller med om att det finns sådana risker. Men frågan är: Hur mycket är de kopplade till att räntorna är låga? Och hur mycket är de egentligen kopplade till att inflationen är låg och att de underliggande realräntorna har fallit?

Framför allt på finansmarknaderna är det många som inte tycker om låga räntor. Det ställer till med en del problem för finansmarknadsaktörerna. Men det underliggande problemet är i många fall att man har ställt in sig på en hög nominell avkastning. Det kan vara så att man har avkastningskrav från sina ägare eller från kunder till placerare. Det kan vara pensionsbolag som har utlovat en viss nominell avkastning till framtida pensionärer och så vidare.

Framför allt pensionsbolagen skulle må mycket dåligt – det är min bedömning – om vi sänkte inflationsmålet och därmed gav dem en lägre nominell avkastning framöver. Det är inte lösningen på de problem som vi ser i dagsläget. Lösningen när det gäller den låga nominella avkastning som vi ser på den finansiella marknaden handlar om att lyckas med att få upp inflationen till det som vi har utlovat.

Det här gäller delvis även hushåll. Nu är det inte så vanligt att man har en bunden ränta i Sverige. Men i den mån man har ingått långa kontrakt och till exempel tagit ett lån med bunden ränta har man ställt in sig på att det kopplat till det finns en viss underliggande inflationsutveckling. Det är inte önskvärt för de aktörer som har ingått långa kontrakt att vi inte lever upp till de utfästelser som vi har satt upp: att inflationen normalt sett kommer att ligga i närheten av 2 procent. Det är väldigt problematiskt, tycker jag, att inte försöka leva upp till inflationsmålet. Det handlar inte i grunden om ett riksbanksproblem, utan det är ett problem för den reala ekonomiska utvecklingen i Sverige.

Ordföranden: Vi får tacka Stefan Ingves och Martin Flodén för föredragningar och svar på frågor.

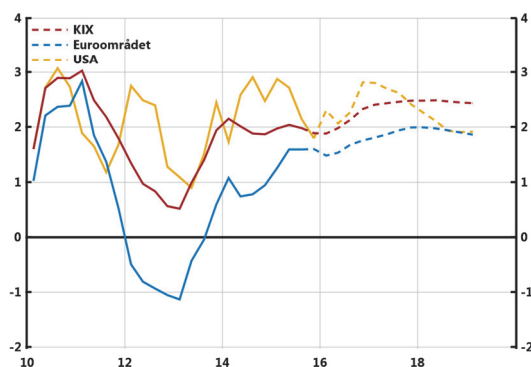
Bilder från utfrågningen



Riksbankschef Stefan Ingves

Måttlig återhämtning i omvärlden

Årtig procentuell förändring



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

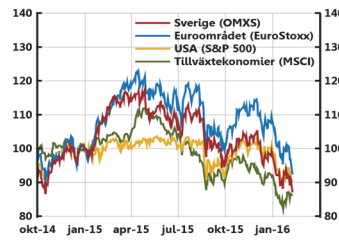
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics och Riksbanken



Förnyad osäkerhet med...

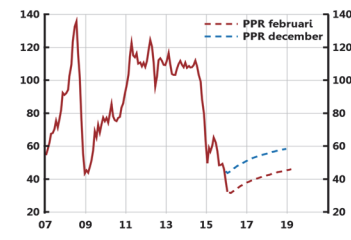
...fallande aktiepriser

Index, 2015-01-02 = 100



...och oljepriser

USD per fat

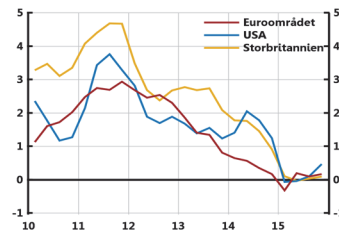


Källor: Commodity Research Bureau, Macrobond och Riksbanken



Låg inflation i omvärlden

Inflationen för några viktiga handelspartners

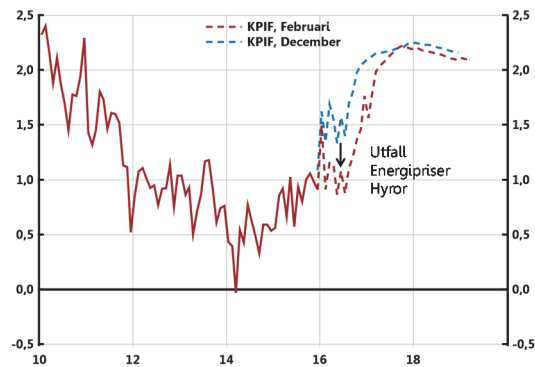


- Inte bara dessa regioner som har låg inflation
- 6 av 10 viktiga handelspartners har en inflation under 1 procent

Anm. Årlig procentuell förändring. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB

Även i Sverige blir perioden med låg inflation längre



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Det är viktigt att försvara inflationsmålet

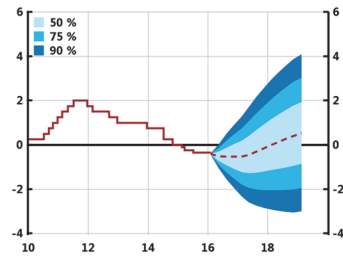


- En hörnsten i svensk ekonomisk politik
- Gemensamt riktmärke skapar stabila spelregler
 - Jämför med 1970 och -80-talen då priser och löner varierade kraftigt
 - Underlättar för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut
 - Skapar förutsättningar för god och långsiktigt hållbar tillväxt
- Expansiv penningpolitik för att försvara inflationsmålet

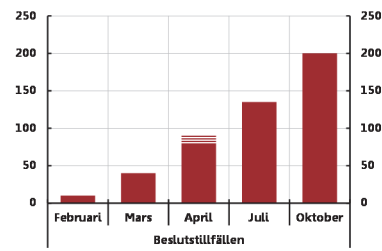
Räntan sänks för att värna inflationsmålet



Sänker reporäntan



Köper statsobligationer



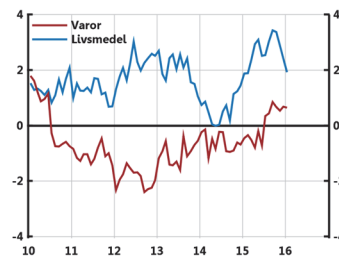
Anm. Procent respektive miljarder kronor.

Källa: Riksbanken

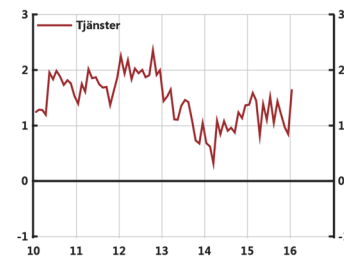
Inflationsuppgången hittills främst driven av svag krona



Tydlig uppgång i priser med mer importinnehåll



Mer försiktig uppgång i inhemska priser



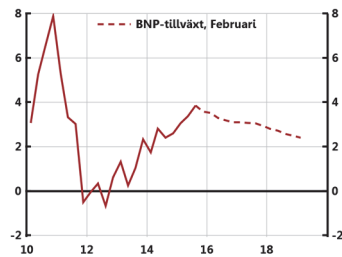
Anm. Årlig procentuell förändring.

Källa: SCB

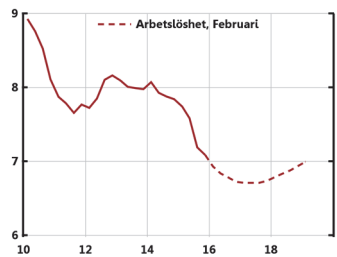
Med starkare konjunktur stiger inflationen



God tillväxt



Lägre arbetslöshet



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

Källor: SCB och Riksbanken



Inget självklart beslut

- Svensk ekonomi växer sig starkare
- Inflation och inflationsförväntningar har stigit
- Prognosen nedreviderad mycket p.g.a. lägre energipriser och hyror
- "Fundamenta" på plats för inflation nära 2 procent

Men

- Stor osäkerhet om omvärlden, inklusive penningpolitiken
- Beroende av svag krona tills mer inhemskt genererade inflationen tar vid
- Inflation och inflationsförväntningar länge under målet



Beredskap att göra mer

Det kan komma bakslag för inflationen
Om och hur penningpolitiken reagerar beror på inflationsutsikterna
Viktigt att inflationen fortsätter att uppvisa en positiv trend

- Fortfarande möjlighet att sänka reporäntan
- Analyserar åtgärder i styrsystemet
- Köpen av värdepapper kan utökas
- Beredda att intervensera på valutamarknaden

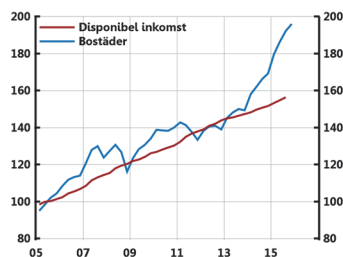
Möjlighet att agera även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena

Snabbt stigande bostadspriser och allt högre skuldsättning



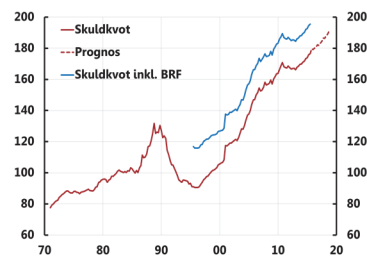
Bostadspriser i Sverige

Index, januari 2005 = 100



Hushållens skulder i Sverige

Skulder som andel av disponibel inkomst, procent



Anm. Bostadspriser avser priser på bostadsrätter och villor i hela landet. Hushållens disponibla inkomster är summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Valueguard



Viktiga frågor för 2016

- Fortsatt arbete med att fördjupa inflationsanalysen
 - Tudelad arbetsmarknad
 - Utvärdering av makrotillsynsåtgärder
 - Goodfriend & King
-



Tack!

Martin Flodéns presentation**Penningpolitiska
överväganden**Riksdagens finansutskott
23 februari 2016

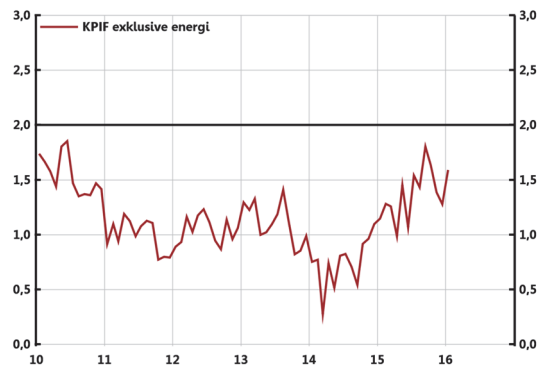
Vice riksbankschef Martin Flodén

**Penningpolitiska överväganden sedan
hösten 2014**Fallande
inflations-
förväntningarInflationen har
varit låg längeSvagt
resursutnyttjande



Inflationen har varit låg länge

Årlig procentuell förändring

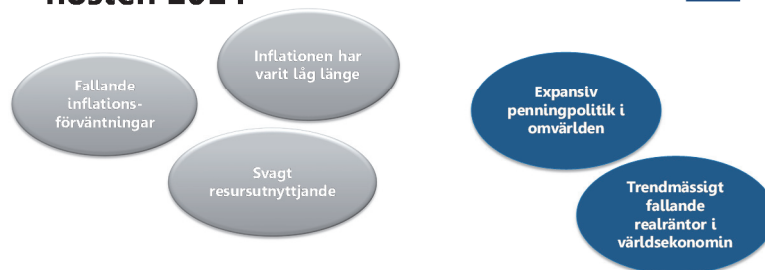


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

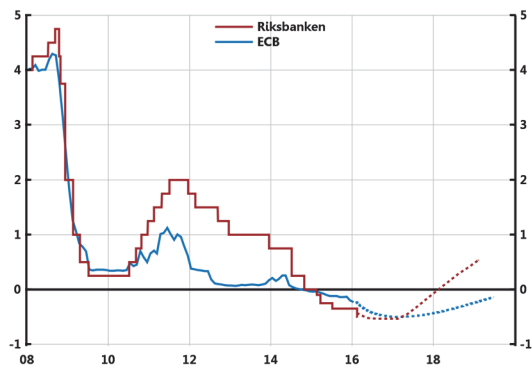


Penningpolitiska överväganden sedan hösten 2014



Rekordlåga styrräntor internationellt

Procent



Anm. ECB avser EONIA och är ett månadsgenomsnitt. Röd streckad linje avser Riksbankens februariprognos och blå streckad linje avser förväntad dagslåneränta beräknad utifrån terminspriser, skattad 2016-02-08. Källor: ECB, Macrobond och Riksbanken

Trendmässig nedgång i realräntor

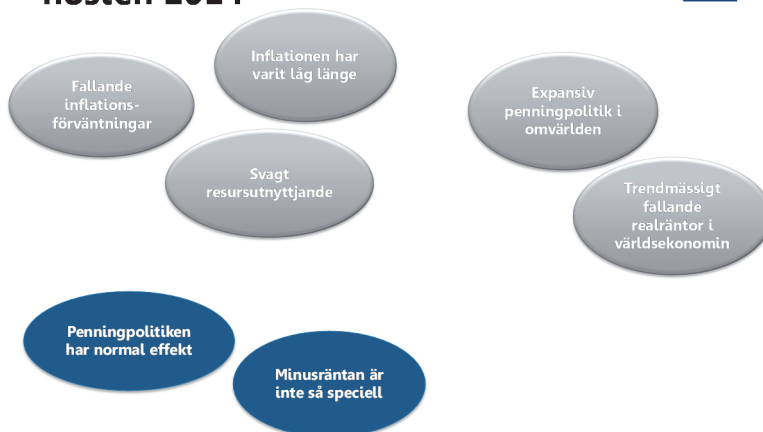
10-årsränta på brittiska reala statsobligationer



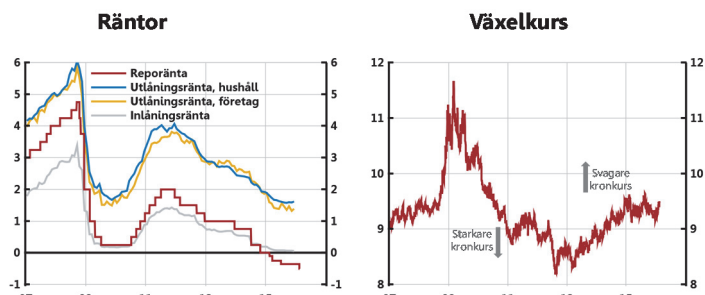
Anm. Procent.

Källa: Bank of England

Penningpolitiska överväganden sedan hösten 2014



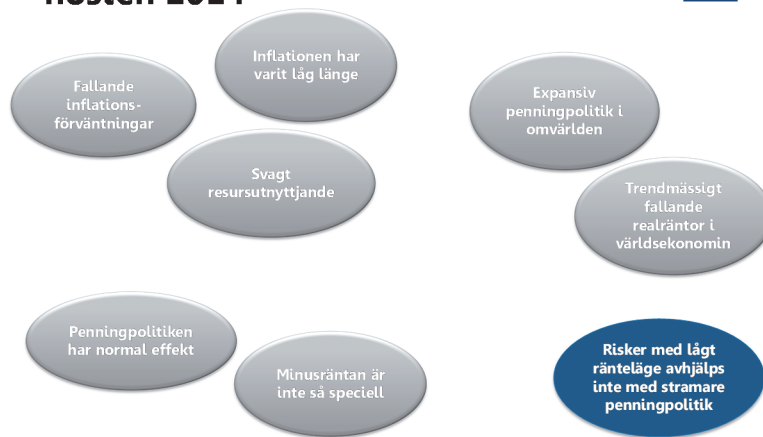
Reporäntan har normalt genomslag på både utlåningsräntor och växelkurs



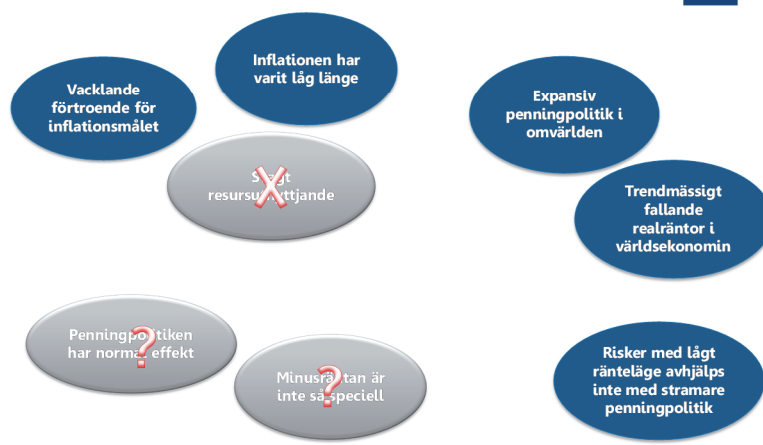
Anm. Procent respektive SEK/EUR. Utlåningsränta till hushåll avser lån för bostadsändamål. Inlåningsränta avser hushåll och företag.

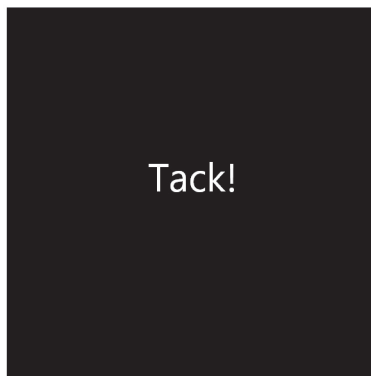
Källor: SCB, Macrobond och Riksbanken

Penningpolitiska överväganden sedan hösten 2014



Penningpolitiska överväganden idag





2013/14:RFR1	SOCIALUTSKOTTET Etisk bedömning av nya metoder i vården – en uppföljning av landstingens och statens insatser
2013/14:RFR2	KULTURUTSKOTTET Uppföljning av regeringens resultatredovisning för utgiftsområde 17 Kultur, medier, trossamfund och fritid
2013/14:RFR3	KULTURUTSKOTTET En bok är en bok är en bok? – en fördjupningsstudie av e-böckerna i dag
2013/14:RFR4	KULTURUTSKOTTET Offentlig utfrågning om funktionshinderspersion i kulturarvet
2013/14:RFR5	TRAFIKUTSKOTTET Hela resan hela året! – En uppföljning av transportsystemets tillgänglighet för personer med funktionsnedsättning
2013/14:RFR6	FINANSUTSKOTTET Finansutskottets offentliga utfrågning om ändring av riksdagens be- slut om höjd nedre skiktgräns för statlig inkomstskatt
2013/14:RFR7	SKATTEUTSKOTTET Inventering av skatteforskare 2013
2013/14:RFR8	ARBETSMARKNADSUTSKOTTET Ett förlängt arbetsliv – forskning om arbetstagarnas och arbetsmarknadens förutsättningar
2013/14:RFR9	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om vårdnadsbidrag och jämställdhetsbonus
2013/14:RFR10	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Subsidiaritet i EU efter Lissabon
2013/14:RFR11	SKATTEUTSKOTTET Utvärdering av skattelättnader för utländska experter, specialister, forskare och andra nyckelpersoner
2013/14:RFR12	UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET Utbildningsutskottets offentliga utfrågning om PISA-undersökningen
2013/14:RFR13	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets öppna kunskapsseminarium om icke smittsamma sjukdomar – ett ökande hot globalt och i Sverige (onsdagen den 4 december 2013)
2013/14:RFR14	KULTURUTSKOTTET För, med och av – en uppföljning av tillgängligheten inom kulturen
2013/14:RFR15	SKATTEUTSKOTTET Skatteutskottets seminarium om OECD:s handlingsplan mot skattebaseroering och vinstförflyttning
2013/14:RFR16	TRAFIKUTSKOTTET Framtidens flyg

2013/14:RFR17	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Översyn av ändringar i offentlighets- och sekretesslagstiftningen 1995–2012
2013/14:RFR18	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets öppna kunskapsseminarium om socialtjänstens arbete med barn som far illa
2013/14:RFR19	UTBILDNINGSPÄREUTSKOTTET Utbildningsutskottets seminarium om utbildning för hållbar utveckling inklusive entreprenöriellt lärande
2013/14:RFR20	KULTURUTSKOTTET Offentlig utfrågning För, med och av – en uppföljning av tillgänglighet inom kulturen
2013/14:RFR21	UTBILDNINGSPÄREUTSKOTTET Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige Delredovisning 1: Skrivbordsstudie om autonomi- och kvalitetsreformerna
2013/14:RFR22	UTBILDNINGSPÄREUTSKOTTET Autonomi och kvalitet – ett uppföljningsprojekt om implementering och effekter av två högskolereformer i Sverige Delredovisning 2: Intervjuundersökning med rektorer
2013/14:RFR23	TRAFIKUTSKOTTET Trafikutskottets hearing om framtidens luftfart – Har vi luft under vingarna?
2013/14:RFR24	JUSTITIEUTSKOTTET Offentlig utfrågning med anledning av EU-domstolens dom om data-lagringsdirektivet

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

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

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