

Finansutskottets betänkande

2017/18:FiU24

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2015–2017

Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2015–2017.

Den internationella utvecklingen stabiliserades under 2017 jämfört med utvecklingen under 2015 och 2016. Uppgången i världsekonomin blev tydligare och inflationen ökade, även om det internationella inflationstrycket fortfarande var lågt.

Utskottet konstaterar att Riksbanken under 2017 fortsatte att föra den historiskt extremt expansiva penningpolitik som banken beslutade om under 2015 och 2016 för att få upp den svenska inflationen mot målet.

Utskottet konstaterar att priserna mätt enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) steg med i genomsnitt 2 procent under 2017, vilket innebär att Riksbanken för första gången på sju år klarade av att nå inflationsmålet på 2 procent. Hösten 2017 ändrade Riksbanken målvariabeln i inflationsmålet från konsumentprisindex (KPI) till KPIF. Mätt enligt KPI steg priserna med 1,8 procent, vilket är under men ändå väldigt nära inflationsmålet och den högsta KPI-inflationen som noterats sedan 2011.

Tillväxten i den svenska ekonomin fortsatte att vara hög under 2017 till följd av den expansiva penningpolitiken och den stigande internationella efterfrågan. Antalet sysselsatta fortsatte att stiga starkt samtidigt som arbetslösheten sjönk ytterligare.

Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut3

Redogörelse för ärendet4

Utskottets överväganden7

 Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2015-20177

 Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för
penningpolitiken 2017.....7

 Externa bedömningar av penningpolitiken under perioden.....17

 Utskottets ställningstagande.....21

Bilaga

Protokoll från den öppna utfrågningen om redogörelsen för
penningpolitiken 201724

Tabeller

Tabell 1 Penningpolitiken under 2015–20168

Tabell 2 Penningpolitiken under 20179

Tabell 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden.....13

Tabell 4 Produktion och sysselsättning i Sverige under
utvärderingsperioden13

Diagram

Diagram 1 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden11

Diagram 2 Inflationsförväntningarna under utvärderingsperioden12

Diagram 3 Resursutnyttjandet i svensk ekonomi under
utvärderingsperioden14

Diagram 4 Jämförelse mellan Riksbankens och andra
prognosbedömares KPIF-prognoser för 2017.....15

Diagram 5 Jämförelse mellan Riksbankens och andra
prognosbedömares BNP-prognoser för 201715

Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra
prognosbedömares prognoser över reporäntan i slutet av 201716

Utskottets förslag till riksdagsbeslut

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2015–2017

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken för perioden 2015–2017.

Stockholm den 7 juni 2018

På finansutskottets vägnar

Fredrik Olovsson

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Fredrik Olovsson (S), Elisabeth Svantesson (M), Monica Green (S), Maria Plass (M), Ingela Nylund Watz (S), Oscar Sjöstedt (SD), Jörgen Andersson (M), Ingemar Nilsson (S), Janine Alm Ericson (MP), Niklas Wykman (M), Dennis Dioukarev (SD), Mats Persson (L), Jakob Forssmed (KD), Niklas Karlsson (S), Björn Wiechel (S), Håkan Svenneling (V) och Per Åsling (C).

Redogörelse för ärendet

Finansutskottets granskning av Riksbankens penningpolitik

Sedan 1999, då Riksbanken fick en självständig ställning i förhållande till riksdagen och regeringen, har finansutskottet genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas dessa i ett separat betänkande.

Andra viktiga delar i granskningen är utskottets öppna utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna. Sedan 2017 hålls två öppna utfrågningar per år, en i mars och en i september. Protokollen från utfrågningarna publiceras i Rapporter från riksdagen (RFR). Protokollet från den senaste utfrågningen i mars 2018 finns publicerad i 2017/18:RFR12.

Sedan mitten av 00-talet genomför utskottet även en extern utvärdering av penningpolitiken vart femte år. Hittills har tre externa utvärderingar genomförts. Den första genomfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1), den andra av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5) och den tredje av Marvin Goodfriend och Mervyn King (2015/16:RFR6).

Årets utvärdering

Årets utvärdering omfattar perioden 2015–2017. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2017 och på andra externa bedömningar av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden. Redogörelse är den första av två skriftliga rapporter som Riksbanken enligt riksbankslagen årligen ska lämna till finansutskottet. Nytt för i år är att utskottet höll en öppen utfrågning om redogörelsen, den 3 maj 2018. Vid utfrågningen deltog samtliga ledamöter i riksbanksdirektionen – riksbankschefen Stefan Ingves, förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick samt vice riksbankscheferna Per Jansson, Cecilia Skingsley, Martin Flodén och Henry Ohlsson. Vid utfrågningen deltog också två opponenter – chefsekonomen vid Swedbank Anna Breman och docent Fredrik N G Andersson vid Lunds universitet.

Förutsättningarna för penningpolitiken

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten ska Riksbanken också, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. I januari 1993 beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet formulerades som att

inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent och började formellt gälla den 1 januari 1995. Från början fanns ett s.k. toleransintervall på ± 1 procentenhet runt målet, men det togs bort våren 2010.

I september 2017 beslutade direktionen att ändra den s.k. målvariabeln i målet, från KPI till KPIF (konsumentprisindex med fast ränta). Samtidigt återinfördes ett s.k. variationsband på mellan 1 och 3 procent.

Riksbankens penningpolitiska strategi

I sina olika publikationer redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi som banken använder för att nå målen för penningpolitiken. Nedan sammanfattas strategin så som den beskrivs i Redogörelse för penningpolitiken 2017.

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som att den årliga förändringen av KPIF ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent, om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktionen och sysselsättningen som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent,

vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.

- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under finanskrisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

Utskottets överväganden

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2015–2017

Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet sagt om penningpolitiken för perioden 2015–2017.

Den internationella utvecklingen stabiliserades under 2017 jämfört med utvecklingen under 2015 och 2016. Uppgången i världsekonomin blev tydligare och inflationen ökade, även om det internationella inflationstrycket fortfarande var lågt.

Riksbanken fortsatte att föra den extremt expansiva penningpolitik som banken beslutade om under 2015 och 2016 för att få upp den svenska inflationen mot målet. Utskottet konstaterar att priserna mätt enligt KPIF steg med i genomsnitt 2 procent under 2017, vilket innebär att Riksbanken för första gången på sju år klarade av att nå inflationsmålet på 2 procent. Hösten 2017 ändrade Riksbanken målvariabeln i inflationsmålet från KPI till KPIF. Mätt enligt KPI steg priserna med 1,8 procent under 2017, vilket är under men ändå väldigt nära inflationsmålet och den högsta KPI-inflationen som noterats sedan 2011.

Sett över hela utvärderingsperioden låg dock inflationen en bra bit under inflationsmålet, oavsett inflationsmått.

Sammanfattning av Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2017

Penningpolitiken under utvärderingsperioden

Penningpolitiken 2015–2016

Under 2014 lade Riksbanken om den penningpolitiska kursen. Från att tidigare ha hållit reporäntan kring 1 procent för att bl.a. motverka skulduppbyggnaden hos hushållen sänkte Riksbanken reporäntan relativt snabbt till då historiskt låga 0 procent för att få upp inflationen mot målet och hejda en ytterligare nedgång i inflationsförväntningarna. Tillväxten i omvärlden var låg, och den internationella och svenska inflationen utvecklades svagare än de flesta prognosmakare hade räknat med, bl.a. på grund av sjunkande energipriser. Centralbankerna runt om i världen började bedriva en mycket expansiv penningpolitik för att stimulera den ekonomiska aktiviteten och öka inflationstrycket.

Tabell 1 Penningpolitiken under 2015–2016*Procent, miljarder kronor*

Beslut	Reporänta	Obligationer köp	Obligationer köp, ack.	Mandat valuta- interventioner
2015-02-11	–0,10	10	10	
2015-03-18	–0,25	30	40	
2015-04-28	–0,25	50	90	
2015-07-01	–0,35	45	135	
2015-09-02	–0,35	–	135	
2015-10-27	–0,35	65	200	
2015-12-14	–0,35	–	200	
2016-01-04	–0,35	–	200	Ja, till 19/1
2016-01-19	–0,35	–	200	Ja, till 10/2
2016-02-10	–0,50	–	200	Ja, till 5/6
2016-04-20	–0,50	45	245	Ja, till 14/2 2017
2016-07-05	–0,50	–	245	–
2016-09-06	–0,50	–	245	–
2016-10-26	–0,50	–	245	–
2016-12-21	–0,50	30	275	–

Källa: Riksbanken.

Den internationella konjunkturen och inflationen fortsatte att försvagas mot slutet av 2014 och i inledningen av 2015. I början av 2015 annonserade Europeiska centralbanken (ECB) att den tänkte göra penningpolitiken ännu mer expansiv genom att köpa obligationer och på det sättet öka likviditeten i den europeiska ekonomin. Som framgår av tabell 1 sänkte Riksbanken reporäntan till –0,1 procent i februari 2015, den första negativa reporäntan i svensk ekonomisk historia, för att motverka en förstärkning av kronan till följd av ECB:s åtgärder och en ytterligare nedgång i den låga svenska inflationen. Samtidigt beslutade direktionen att börja köpa svenska statsobligationer för 10 miljarder kronor för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

Under våren och sommaren 2015 beslutade direktionen att successivt sänka reporäntan ytterligare till –0,35 procent i juli och att utöka köpen av statsobligationer till sammanlagt 135 miljarder kronor i september 2015.

Mot slutet av 2015 och inledningen av 2016 ökade osäkerheten om styrkan i återhämtningen i världsekonomin. Prognoserna över den internationella tillväxten och inflationen skrevs ned, även om den svenska inflationen sakta började stiga. I oktober 2015 beslutade Riksbanken att utöka obligationsköpen med ytterligare 65 miljarder kronor till sammanlagt 200 miljarder kronor. Strax efter Riksbankens beslut i oktober meddelade ECB att den tänkte utöka sina redan betydande köp av obligationer ytterligare samtidigt som den sänkte sin inlåningsränta. I syfte att motverka en förstärkning av kronan mot slutet av 2015 och början av 2016 beslutade direktionen vid två extrainsatta möten i januari 2016 att öka beredskapen för interventioner på valutamarknaden. Mandatet att snabbt intervensera på valutamarknaden förlängdes löpande under 2016 och 2017, men utnyttjades aldrig eftersom kronan till skillnad från

förväntningarna försvagades under 2016 och endast stärktes relativt måttligt under 2017.

Under våren 2016 utvecklades inflationen svagare än vad Riksbanken hade räknat med trots en hög svensk tillväxt och ett resursutnyttjande i ekonomin som började närma sig normala nivåer. För att säkerställa den stigande trenden i inflationen sänkte Riksbanken reporäntan till –0,5 procent i mars 2016. Ungefär samtidigt beslutade ECB att sänka styrräntorna och ytterligare öka köpen av obligationer. ECB:s åtgärder riskerade att bidra till en snabb förstärkning av kronan och därmed dämpa inflationsuppgången. Riksbanken beslutade därför i april 2016 att utöka obligationsköpen med 45 miljarder kronor till sammanlagt 245 miljarder kronor.

Under sommaren 2016 ökade osäkerheten om den internationella utvecklingen på nytt, bl.a. till följd av resultatet i den s.k. brexitomröstningen i slutet av juni. Under hösten var utfallen av inflationen svagare än förväntat, och Riksbanken reviderade ned sina inflationsprognoser. Riksbanken lämnade dock räntan oförändrad under hösten men beslutade i december att utöka obligationsköpen med ytterligare 30 miljarder kronor efter att ECB beslutat att förlänga sitt omfattande program för obligationsköp till hösten 2017.

Penningpolitiken 2017

I början av 2017 präglades penningpolitiken av osäkerhet kring den ekonomiska och politiska utvecklingen till följd av bl.a. effekterna av brexitomröstningen och bytet av president i USA. Den svenska ekonomin fortsatte dock att utvecklas starkt, och Riksbanken bedömde att förutsättningarna för en fortsatt uppgång i den svenska inflationen var goda. Banken räknade i sin ränteprognos med att en första räntehöjning skulle komma i början av 2018.

Tabell 2 Penningpolitiken under 2017

Procent, miljarder kronor

Beslut	Reporänta	Obligationer köp	Obligationer köp, ack.	Mandat valuta- interventioner
2017-02-14	–0,50	–	275	Ja, till 25/10
2017-04-26	–0,50	15	290	–
2017-07-03	–0,50	–	290	–
2017-09-06	–0,50	–	290	–
2017-10-25	–0,50	–	290	Ja, till juli 2018
2017-12-19	–0,50	Återinvestering av förfall 2019 från 1 jan 2018	290	–

Källa: Riksbanken.

Under våren slöts flera större löneavtal på arbetsmarknaden. Riksbanken bedömde att de relativt låga löneökningarna i avtalen skulle bidra till att kostnadstrycket i den svenska ekonomin skulle stiga långsammare än vad man tidigare hade räknat med. I april beslutade därför direktionen att utöka

obligationsköpen med 15 miljarder kronor till sammanlagt 290 miljarder kronor för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Prognosen för när reporäntan skulle kunna börjas höjas flyttades fram till mitten av 2018.

Under våren och sommaren 2017 steg inflationen snabbare än vad flertalet bedömare räknat med, inklusive Riksbanken. Uppgången i den internationella ekonomin blev allt tydligare, och riskerna för ekonomiska och politiska bakslag minskade. Vid sitt möte i juli 2017 annonserade Riksbanken att sannolikheten för att penningpolitiken skulle behöva göras ännu mer expansiv hade minskat. Under hösten fortsatte både den svenska och internationella ekonomin att förbättras, och direktionen beslutade vid samtliga återstående möten under året att hålla reporäntan oförändrad på –0,5 procent. Även prognosen om att reporäntan skulle kunna börja höjas vid mitten av 2018 behölls oförändrad.

Trots att ECB mot slutet av 2017 beslutade att fortsätta att köpa obligationer och andra tillgångar fram till hösten 2018, om än i mindre omfattning, valde direktionen vid sitt möte i december att inte utöka nettoköpen av svenska statsobligationer. Däremot beslutade direktionen att förfall och kupongbetalningar på redan köpta obligationer skulle återinvesteras. Återinvesteringar av stora förfall under det första halvåret 2019 skulle dessutom tidigareläggas, vilket skulle få till effekt att Riksbankens nettoinnehav av statsobligationer tillfälligt ökade under 2018 och 2019 jämfört med 2017.

De penningpolitiska besluten och reservationerna under 2017

- Mötet i februari. Reporäntan lämnades oförändrad på –0,5 procent. Mandatet för riksbankschefen och förste vice riksbankschefen att intervensera på valutamarknaden förlängdes till oktober 2017. Martin Flodén reserverade sig mot beslutet med motiveringen att valutainterventioner inte var ett lämpligt verktyg för att göra penningpolitiken mer expansiv.
- Mötet i april. Reporäntan lämnades oförändrad. Direktionen beslutade däremot att köpa statsobligationer för ytterligare 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017. Prognosen för när räntan skulle börja höjas ändrades till mitten av 2018, från den tidigare prognosen som angav i början av 2018. Vice riksbankscheferna Martin Flodén, Henry Ohlsson och Cecilia Skingsley reserverade sig mot beslutet att köpa mer statsobligationer med motiveringen att penningpolitiken inte behövdes göras mer expansiv.
- Mötet i juli. Reporäntan lämnades oförändrad.
- Mötet i september. Reporäntan lämnades oförändrad. Direktionen beslutade att ändra målvariabeln i inflationsmålet från konsumentprisindex (KPI) till konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Runt inflationsmålet på 2 procent infördes också ett variationsband på 1–3 procent.
- Mötet i oktober. Reporäntan lämnades oförändrad. Mandatet för valutainterventioner förlängdes till juli 2018. Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att förlänga interventionsmandatet

med samma motivering som tidigare. Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig också mot beslutet med motiveringen att inflation och inflationsförväntningar låg nära målet och att det därför inte behövdes ett särskilt mandat för interventioner. Beslut om eventuella interventioner kunde beredas i normal ordning.

- Mötet i december. Reporäntan lämnades oförändrad på $-0,5$ procent. Direktionen beslutade att inleda återinvestering av de obligationer som förfaller under 2019 redan i januari 2018. Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot återinvesteringarna med motiveringen att direktionen i ett senare skede skulle kunna ta ställning till om och i så fall hur förfallen under 2019 ska återinvesteras.

Har Riksbanken nått målen för penningpolitiken?

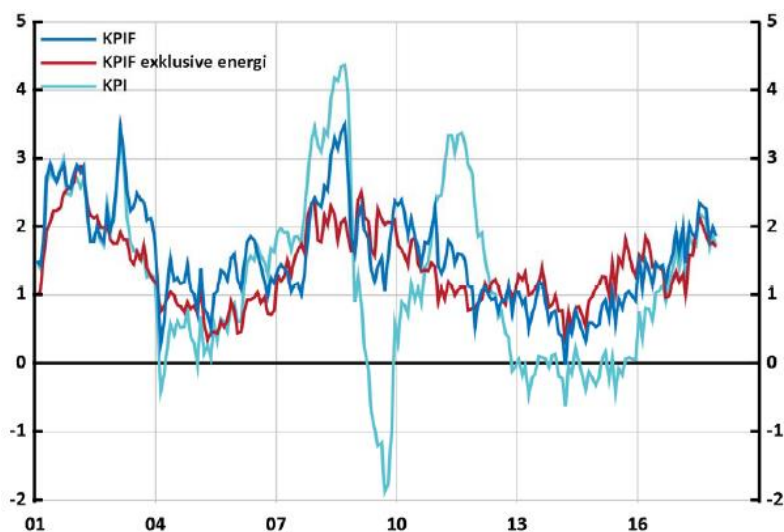
Riksbankens mål är sedan september 2017 att inflationen mätt enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Runt målet finns ett variationsband på 1–3 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning. Det sista ska enligt Riksbankens penningpolitiska strategi nås genom att Riksbanken strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

Inflationsmålet

Under utvärderingsperioden förde Riksbanken en extremt expansiv penningpolitik med negativ ränta och omfattande obligationsköp för att få upp inflationen mot inflationsmålet och öka allmänhetens förtroende för målet.

Diagram 1 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

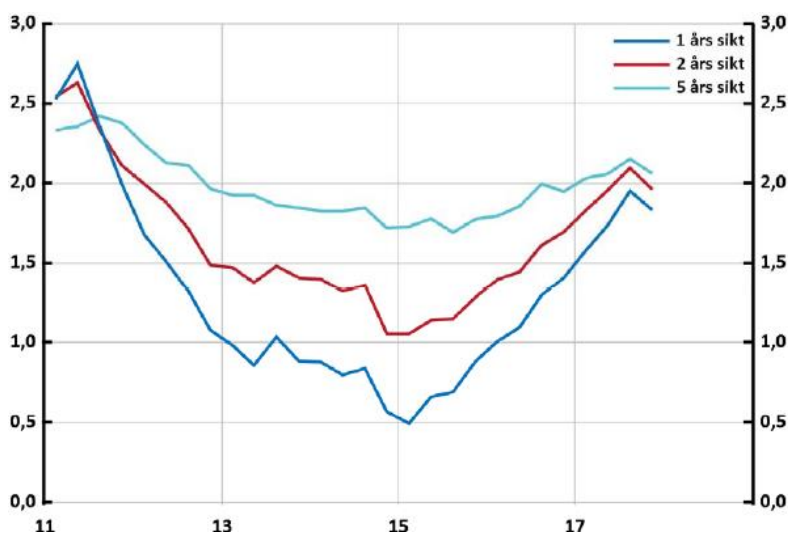
Som framgår av diagrammen 1 och 2 har politiken fått effekt eftersom inflationen oavsett inflationsmått långsamt stigit mot inflationsmålet efter de mycket låga nivåerna under framför allt 2013 och 2014. Till följd av uppgången har också inflationsförväntningarna i samhället stigit upp mot 2-procentsnivån efter att successivt ha sjunkit sedan 2011, vilket tyder på att förtroendet för att Riksbanken ska klara inflationsmålet har ökat.

Som framgår av tabell 3 steg priserna mätt enligt KPIF med i genomsnitt 2 procent under 2017. Det är första gången sedan 2010 som inflationen mätt enligt KPIF under ett år legat på eller nära nivån för inflationsmålet. Sett över hela utvärderingsperioden 2015–2017 har dock KPIF-inflationen i genomsnitt legat en bra bit under målet, men inom det nya variationsbandet 1–3 procent.

KPIF blev den formella målvariabeln i inflationsmålet i september 2017. Fram till september 2017 var KPI den formella målvariabeln, även om Riksbanken länge har utformat penningpolitiken utifrån KPIF-inflationens utveckling. Av tabell 3 framgår att priserna enligt KPI steg med i genomsnitt 1,8 procent under 2017, dvs. inte på inflationsmålet men ändå relativt nära. Sett över hela utvärderingsperioden steg KPI-inflationen med i genomsnitt 0,9 procent, vilket är under målet och under variationsbandet.

Diagram 2 Inflationsförväntningarna under utvärderingsperioden

Procent



Källa: Riksbanken.

Uppgången i inflationen under 2016 och 2017 beror till en del på stigande tjänstepriser, t.ex. höjda priser på utrikesresor. Under bägge åren har tjänsteprisernas bidrag till uppgången i KPIF-inflationen varit betydligt större än åren dessförinnan. En annan viktig faktor är stigande energipriser. Under perioden 2013–2015 bidrog energipriserna till att pressa ned inflationen, men under de senaste åren har priserna på t.ex. bensin, diesel, eldningsolja och el tvärtom bidragit till att höja KPIF-inflationen. Den svaga kronan under 2016

och dyrare import i kronor av t.ex. energi och livsmedel har också bidragit till uppgången.

Tabell 3 Inflationen i Sverige under utvärderingsperioden

Procent

	KPIF	KPI	KPIF exkl. energi
2015	0,9	0,0	1,4
2016	1,4	1,0	1,4
2017	2,0	1,8	1,7
Genomsnitt	1,4	0,9	1,5

Källa: Riksbanken.

Den realekonomiska utvecklingen

Den svenska ekonomin fortsatte att utvecklas relativt starkt under 2017. Som framgår av tabell 4 steg BNP med 2,4 procent, vilket visserligen var lägre än tillväxttakten under både 2015 och 2016, men ändå i nivå med tillväxttakten i både USA och euroområdet. Sett över hela utvärderingsperioden bidrog den expansiva penningpolitiken till att den svenska ekonomin växte med i genomsnitt 3,4 procent per år, jämfört med t.ex. drygt 2 procent i USA och euroområdet.

Tabell 4 Produktion och sysselsättning i Sverige under utvärderingsperioden

Årlig procentuell förändring

	BNP	Sysselsatta (15–74 år)	Arbetade timmar	Arbetslöshet (15–74 år)
2015	4,5	1,4	1,5	7,4
2016	3,2	1,5	2,7	6,9
2017	2,4	2,3	1,2	6,7

Källa: Riksbanken.

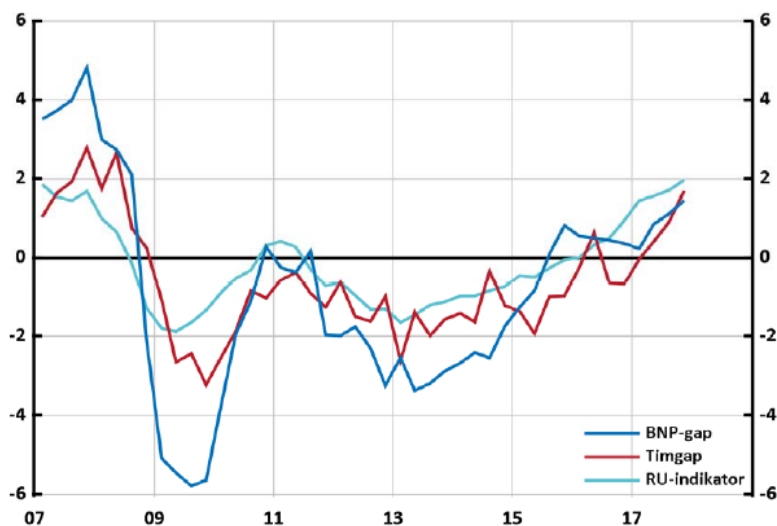
Trots den något lägre tillväxten under 2017 fortsatte situationen på arbetsmarknaden att förbättras. Antalet sysselsatta steg med 2,3 procent samtidigt som andelen arbetslösa sjönk från 6,9 procent 2016 till 6,7 procent 2017. Sett över hela utvärderingsperioden har arbetslösheten sjunkit 1,2 procentenheter.

Ett annat viktigt sammanfattande mått på aktivitetsnivån i ekonomin är resursutnyttjandet. Det finns inget entydigt mått på resursutnyttjandet, utan som framgår av diagram 3 använder Riksbanken olika mått och indikatorer för att bedöma nivån på utnyttjandet. Två av dessa indikatorer är det s.k. BNP-gapet och timgapet som mäter BNP:s och arbetade timmars avvikelser från en långsiktig trend. En tredje indikator är Riksbankens egen s.k. RU-indikator, som sammanfattar enkätinformation och arbetsmarknadsdata.

Som framgår av diagram 3 visar alla tre måtten att resursutnyttjandet i ekonomin stigit under de senaste åren och att utnyttjandet under 2017 var högre än normalt (positiv siffra). I redogörelsen räknar Riksbanken med att resursutnyttjandet kommer att fortsätta att vara högre än normalt under de

närmaste åren och att det är nödvändigt för att inflationen framöver ska ligga i linje med inflationsmålet.

Diagram 3 Resursutnyttjandet under utvärderingsperioden



Källa: Riksbanken.

Hur bra var Riksbankens prognoser?

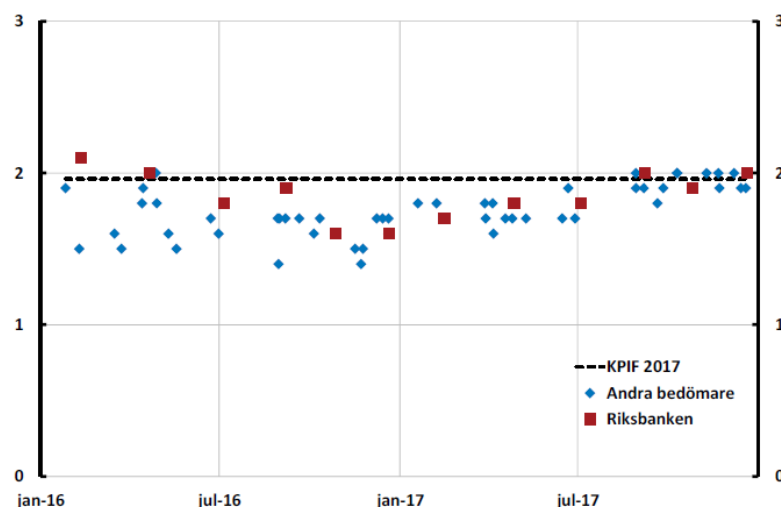
Penningpolitiken påverkar inflationen och ekonomin med viss fördröjning. Utformningen av penningpolitiken baseras därför på prognoser över inflationens och ekonomins utveckling.

Riksbanken har i tidigare analyser av utvecklingen från finanskrisen 2008 och framåt visat att banken har gjort relativt träffsäkra prognoser över realekonomiska variabler som t.ex. utvecklingen av BNP och arbetslösheten, medan bankens bedömningar av inflationen varit mindre träffsäkra jämfört med andra bedömares prognoser.

Under 2017 förändrades den bilden något. Som framgår av diagram 4 var Riksbankens bedömningar under 2016 och 2017 av inflationsutvecklingen under 2017 mer träffsäkra än flertalet andra prognosmakares bedömningar. Under större delen av 2016 låg bankens prognoser över KPIF-inflationen mycket nära det verkliga utfallet på 2 procent, medan de flesta andra bedömare räknade med en lägre inflation under 2017. Under hösten 2016 justerade banken ned sin prognos något till följd av bl.a. brexitomröstningen och förväntningar om en lägre internationell tillväxt och ett lägre internationellt inflationstryck.

Diagram 4 Jämförelse mellan Riksbankens och andra bedömares KPIF-prognoser för 2017

Procent

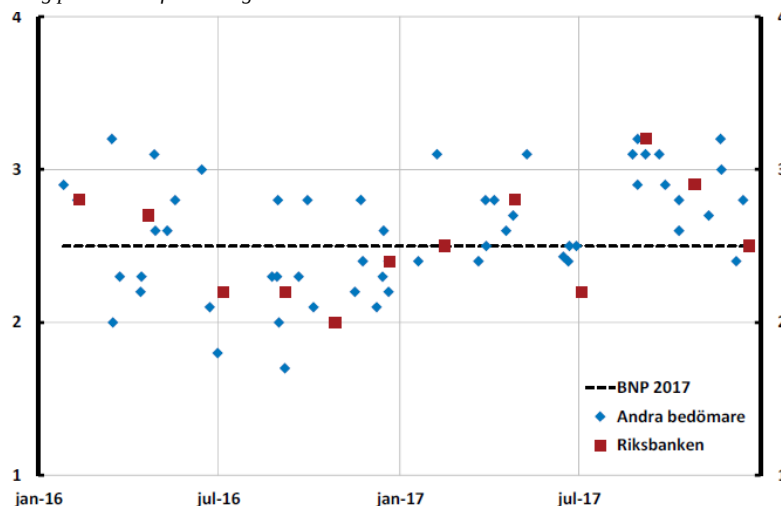


Källa: Riksbanken.

I takt med att inflationssiffrorna blev högre under våren och sommaren 2017, vilket till en del berodde på att beräkningsmetoden för charterresor i KPIF hade ändrats, justerade banken upp sin prognos.

Diagram 5 Jämförelse mellan Riksbankens och andra bedömares BNP-prognoser för 2017

Årlig procentuell förändring



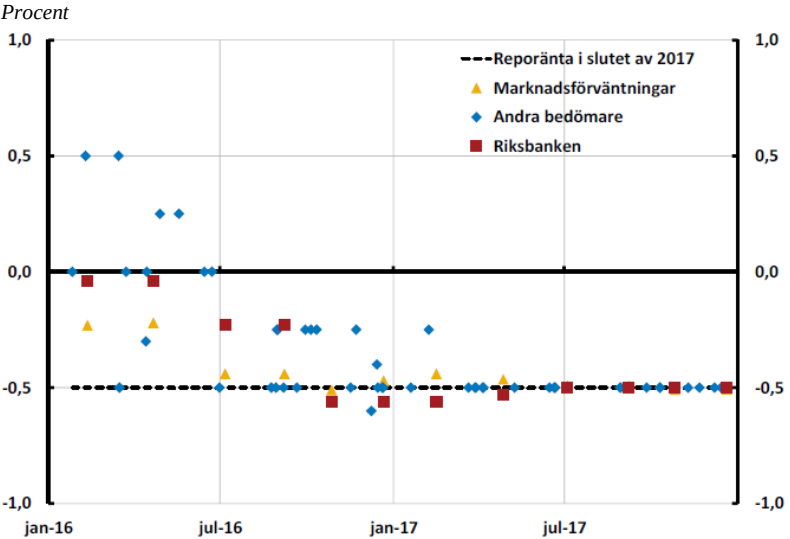
Källa: Riksbanken.

De flesta bedömares BNP-prognoser under 2016 och 2017 visade en svensk tillväxt under 2017 på mellan 2 och 3 procent. Av diagram 5 framgår att Riksbanken i början av 2016 räknade med en något högre tillväxttakt 2017 än den tillväxt på 2,4 procent som sedan blev det verkliga utfallet. Efter

brexitomröstningen i början av sommaren 2016 justerade Riksbanken, i likhet med flera andra bedömare, ned sina prognoser över både den internationella och den svenska tillväxten. Under 2017 steg aktiviteten i både euroområdet och den amerikanska ekonomin mer än förväntat, vilket bidrog till att både Riksbanken och andra bedömare successivt höjde sina BNP-prognoser för 2017. Mot slutet av 2017 överskattade t.o.m. flertalet bedömare, inklusive Riksbanken, tillväxttakten under året.

Som framgår av diagram 6 räknade Riksbanken i början av 2016 med att reporäntan i slutet av 2017 skulle ligga strax under noll, vilket var högre än marknadens förväntningar men ungefär i nivå med andra bedömares förväntningar. När den svenska och den internationella inflationen fortsatte att utvecklas svagt i början av 2016 sänkte Riksbanken reporäntan ytterligare samtidigt som man utökade köpen av obligationer för att få upp inflationen och motverka en eventuell förstärkning av kronan. Till följd av detta justerades även prognosen över reporäntan under 2017 ned samtidigt som bedömningarna om när den första räntehöjningen skulle komma flyttades längre fram i tiden. Från hösten 2016 och under hela 2017 räknade banken med att reporäntan i slutet av 2017 skulle ligga på -0,5 procent, vilket också blev utfallet.

Diagram 6 Jämförelse mellan Riksbankens och andra bedömares prognoser över reporäntan i slutet av 2017



Källa: Riksbanken.

Externa bedömningar av penningpolitiken under perioden

Konjunkturinstitutet

Konjunkturläget 2015

I Konjunkturläget mars 2015 konstaterade Konjunkturinstitutet (KI) att Riksbanken nu helt fokuserade på inflationen och inflationsmålet. KI konstaterade också att Riksbanken under februari och mars 2015 sänkt reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter till -0,25 procent samtidigt som banken beslutat att köpa statsobligationer för sammanlagt 40 miljarder kronor. KI bedömde att Riksbanken skulle sänka reporäntan med ytterligare 0,15 procentenheter under det första halvåret 2015 till följd av den fortsatt låga inflationen, de låga inflationsförväntningarna och riskerna för en starkare kronkurs. KI räknade med att inflationen skulle vara låg under 2015 och börja stiga mer markant under 2016. Inflationsmålet förväntades nå först 2017.

I Konjunkturläget juni 2015 räknade KI med att Riksbanken under hösten skulle sänka reporäntan till -0,4 procent för att motverka en förstärkning av kronan och snabbare få upp inflationen. KI bedömde att reporäntan därefter skulle vara oförändrad fram till slutet av 2016.

I Konjunkturläget december 2015 konstaterade KI att Riksbanken under hösten sänkt reporäntan till -0,35 procent och att banken beslutat att köpa obligationer för sammanlagt 200 miljarder kronor. KI konstaterade att en starkare krona riskerade att dämpa uppgången i inflationen. KI menade dock att den risken borde minska framöver i takt med att den förbättrade tillväxten och det höga resursutnyttjandet bidrog till en högre inflationstakt. Riksbanken förväntades lämna reporäntan oförändrad fram till slutet av 2016. Inflationen bedömdes stiga mot inflationsmålet under 2017 för att överstiga målet under 2018 och 2019.

Konjunkturläget 2016

I Konjunkturläget mars 2016 konstaterade KI att Riksbanken sänkte reporäntan till -0,5 procent i februari till följd den överraskande låga inflationen i slutet av 2015 och början av 2016 och oron för att trovärdigheten för inflationsmålet skulle minska ytterligare. KI konstaterade också att riksbankschefen och vice riksbankschefen fått mandat att intervensera på valutamarknaden för att förhindra att en alltför stark krona dämpade uppgången i inflationen. KI bedömde dock att behovet av en svag krona skulle minska framöver när det högre resursutnyttjandet i ekonomin skulle bidra till ökad inflation. KI bedömde också att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad på -0,5 procent till sommaren 2017. Då skulle KPIF-inflationen uppgå till ca 1,5 procent för att nå 2 procent under det första halvåret 2018 samtidigt som resursutnyttjandet i ekonomin skulle vara högt. KI förväntade sig att räntan därefter skulle höjas successivt och nå en nivå på 2,5 procent i slutet av 2020.

I Konjunkturläget juni 2016 konstaterade KI att inflationen successivt börjat stiga till följd av bl.a. den mycket expansiva penningpolitiken, vilket

försvagat kronan och drivit upp importpriserna. Den höga aktiviteten i den svenska ekonomin förväntades höja inflationen ytterligare under det andra halvåret 2016 och under 2017. Sammantaget bedömde dock KI att KPIF-inflationen skulle nå 2 procent först 2018. I likhet med vid bedömningen i mars räknade KI med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad till sommaren 2017. Avgörande var enligt KI det låga globala ränteläget. Skulle Riksbanken höja reporäntan tidigare och snabbare skulle kronan förstärkas mer, vilket skulle ge en lägre inflation, lägre inflationsförväntningar och minskad trovärdighet för inflationsmålet.

I Konjunkturläget december 2016 konstaterade KI att kronan utvecklats svagt under hösten samtidigt som råvarupriserna stigit. KI räknade dock med att genomslaget på inflationen skulle bli relativt begränsat. KPIF-inflationen bedömdes endast stiga från 1,4 procent under 2016 till 1,6 procent under 2017 och nå upp till inflationsmålet på 2 procent först 2020. KI räknade nu med att Riksbanken skulle hålla reporäntan oförändrad till det tredje kvartalet 2018 på grund av lågkonjunkturer och den låga inflationen i omvärlden, framför allt i Europa. Riksbanken förväntades höja reporäntan ungefär ett halvår innan Europeiska centralbanken (ECB) genomförde sin första höjning.

Konjunkturläget 2017

I Konjunkturläget mars 2017 konstaterade KI att den underliggande inflationen fortfarande var låg. Att KPIF-inflationen i februari 2017 steg till 2 procent berodde till stor del på ökade energipriser. KI bedömde dock att KPIF-inflationen skulle ligga under inflationsmålet 2 procent under både 2017 och 2018. Enligt KI skulle Riksbanken hålla reporäntan oförändrad under 2017 och större delen av 2018. En höjning förväntades först under det tredje kvartalet 2018, då resursutnyttjandet i den svenska ekonomin bedömdes vara tillräckligt för att pressa upp KPIF-inflationen mot inflationsmålet eller högre.

I Konjunkturläget juni 2017 konstaterade KI att KPIF-inflationen dittills under 2017 pendlat mellan 1,5 och 2 procent, framför allt till följd av högre energipriser. Den underliggande inflationen, t.ex. KPIF exklusive energi, var dock betydligt lägre. KI räknade med att KPIF-inflationen skulle bli något lägre mot slutet av 2017 och under 2018 när bidraget från energipriserna avtog. I likhet med Konjunkturläget i mars räknade KI med att Riksbanken skulle börja höja reporäntan under det tredje kvartalet 2018, vilket enligt KI låg ungefär i linje med Riksbankens egen bedömning.

I Konjunkturläget december 2017 konstaterade KI att KPIF-inflationen under 2017 pendlat kring 2-procentsnivån på grund av att energi- och tjänstepriserna ökat kraftigt. KI räknade dock med att KPIF-inflationen skulle sjunka under men nära inflationsmålet 2 procent under 2018 och 2019. Den första reporäntehöjningen förväntades i likhet med tidigare komma först hösten 2018.

Internationella valutafonden

2015 års konsultation (avslutad i december 2015)

Internationella valutafonden (IMF) konstaterade att den svenska ekonomin utvecklades starkt, men att problemen på arbets- och fastighetsmarknaderna riskerade att begränsa uppgången. Fastighetspriserna och hushållens skulder fortsatte att stiga från en redan hög nivå, och IMF upprepade sina tidigare rekommendationer om makrotillsynsåtgärder för att begränsa skuldsättningen och reformer på bygg- och bostadsmarknaden för att möta obalansen på bostadsmarknaden. Det var speciellt viktigt nu när räntorna var extremt låga. Enligt IMF borde Sverige börja en process med att successivt reducera ränteavdragen för att minska obalansen på bostadsmarknaden. IMF konstaterade också att inflationen och inflationsförväntningarna hade börjat stiga under 2015 och att det var viktigt att inflationen nådde inflationsmålet på 2 procent. Riksbanken borde därför enligt IMF fortsätta med den starkt expansiva penningpolitiken och vara beredd att vidta ytterligare åtgärder om det skulle visa sig nödvändigt. Enligt IMF fanns det fortfarande utrymme för att sänka reporäntan och utöka obligationsköpen. Däremot menade IMF att interventioner på valutamarknaden för att försvaga kronan eller förhindra en kronförstärkning borde användas i sista hand, bl.a. på grund av Sveriges i utgångsläget starka bytesbalans.

2016 års konsultation (avslutad i december 2016)

IMF konstaterade att den svenska ekonomin utvecklats starkt till följd av bl.a. en expansiv ekonomisk politik. IMF räknade också med att tillväxten skulle fortsätta att vara stabil men något lägre under kommande år. En svagare utveckling i omvärlden och en fortsatt uppgång i fastighetspriserna och hushållens skuldsättning riskerade dock att leda till en lägre tillväxttakt. IMF upprepade återigen sina tidigare rekommendationer för att begränsa de svenska hushållens skuldsättning och ytterligare öka tillgången på bostäder och därmed dämpa de historiskt höga bostadspriserna. IMF välkomnade införandet av amorteringskrav men rekommenderade också någon form av belåningstak för de högst belånade hushållen. Enligt IMF borde Sverige också börja fasa ut hyresregleringen för att få ett bättre utnyttjande av fastighetsbeståndet och minska avdragsrätten för räntor för att bl.a. minska hushållens incitament att skuldsätta sig. IMF efterlyste också ökade resurser till Finansinspektionen (FI) och ett förtydligande av FI:s ansvar och befogenheter när det gäller s.k. makrotillsynsåtgärder. Vidare konstaterade IMF att den mycket expansiva penningpolitiken höjt inflationen och inflationsförväntningarna, men att den underliggande inflationen skulle närma sig inflationsmålet först under 2019. Riksbanken borde därför fortsätta att bedriva en starkt expansiv penningpolitik. Penningpolitiken borde läggas om först när det fanns indikationer på en tydlig och hållbar uppgång i inflationstakten. Om uppgången i inflationen eller inflationsförväntningarna började avta borde Riksbanken vara beredd på att vidta ytterligare åtgärder.

Interventioner på valutamarknaden för att försvaga kronan eller förhindra en kronförstärkning borde dock användas i sista hand.

2017 års konsultation

IMF konstaterade att den svenska ekonomin utvecklats starkt även under 2017 till följd av en expansiv ekonomisk politik och stigande investeringar inom framför allt bostadssektorn. IMF räknade också med att tillväxten skulle fortsätta att vara hög under 2018 i takt med att tillväxten i omvärlden förbättras. IMF konstaterade också att antalet sysselsatta under 2017 vuxit med imponerande 2 procent och att arbetslösheten sjunkit till 6,7 procent av arbetskraften, eller 4,5 procent om heltidsstuderande exkluderas ur statistiken. IMF räknade också med att arbetslösheten skulle fortsätta att sjunka under 2018 även om tillväxttakten i ekonomin skulle avta något mot slutet av året. Vidare konstaterade IMF att inflationen stigit upp mot inflationsmålet under året, men att uppgången främst berodde på engångsfaktorer och att den underliggande inflationen fortfarande var mycket lägre. Den låga underliggande inflationen kunde enligt IMF till stor del förklaras av låga löneökningar trots den höga aktiviteten i ekonomin. IMF rekommenderade Riksbanken att fortsätta med den expansiva penningpolitiken så länge den underliggande inflationen utvecklas långsamt. Räntan borde höjas först när det fanns tydliga tecken på att uppgången i inflationen var hållbar. IMF ansåg också att den riksbankskommitté som tillsattes under 2017 borde analysera inflationsmålet. Enligt IMF är det internationellt jämförbara inflationsmålet HICP en bättre målvariabel i inflationsmålet än KPIF som Riksbanken ändrade till hösten 2017. Även om IMF noterade att den tidigare kraftiga uppgången i bostadspriserna avtagit något under 2017 upprepade organisationen sina tidigare rekommendationer om att Sverige på olika sätt borde öka tillgången på bostäder och minska hushållens höga skuldsättning.

OECD

Sverigerapporten (mars 2015)

Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD) konstaterade i rapporten att den svenska inflationen legat under inflationsmålet sedan 2010 och att prognosmakarna, inklusive Riksbanken, ständigt överskattat inflationsutvecklingen. OECD konstaterade också att Riksbanken varit tveksam till att sänka reporäntan på grund av den höga skuldsättningen i hushållssektorn men att banken under hösten 2014 och vintern 2015 sänkt räntan till under noll och kompletterat med andra åtgärder för att förhindra en appreciering av kronan och för att stärka förtroendet för inflationsmålet. OECD rekommenderade Sverige att fortsätta med den expansiva penningpolitiken tills inflationen tydligt började stiga. För att ta hand om riskerna med den höga skuldsättningen borde Sverige fortsätta med makrotillsynsåtgärder, vilket ansågs särskilt viktigt när räntorna är mycket låga. Sverige borde också överväga att fasa ut ränteavdragen, enligt OECD.

Sverigerapporten (februari 2017)

OECD konstaterade i rapporten att den svenska ekonomin växer starkt och att arbetslösheten sjunker, även om den fortfarande är relativt hög bland utlandsfödda. OECD konstaterade också att inflationen stigit sedan 2015 till följd av den tidigare svaga kronan och ett stigande kapacitetsutnyttjande i ekonomin, men att inflationen fortfarande ligger under inflationsmålet. OECD uppmanade Riksbanken att fortsätta den expansiva penningpolitiken men att gradvis minska stimulansen i takt med att inflationen stiger mot målet. Enligt OECD var dock valmöjligheterna begränsade så länge omvärlden fortsätter att bedriva en starkt expansiv penningpolitik. OECD konstaterade också att huspriser och hushållens skulder stigit snabbt, vilket enligt OECD var en oroande utveckling. Realt sett är den svenska prisuppgången på bostäder en av de högsta i OECD-området. Att dämpa prisuppgången och hushållens skuldsättning var viktigt för att bevara tillväxten och den finansiella stabiliteten. För att minska skuldsättningen, öka utbudet av bostäder och förbättra fastighetsmarknaden rekommenderade OECD Sverige att bl.a. införa ett tak för hushållens skuldsättning, reformera fastighetsskatten, fasa ut avdragsrätten för räntor, lätta på hyresregleringen och förenkla reglerna för prospektering och bygga.

Utskottets ställningstagande

Utskottet har utvärderat penningpolitiken för perioden 2015–2017. Utvärderingen omfattar hela perioden, men tyngdpunkten ligger på 2017. Utskottet har tidigare granskat utvecklingen under 2015 och 2016 i betänkandena 2015/16:FiU24 och 2016/17:FiU24.

Stabilare under 2017 men fortsatt extremt expansiv penningpolitik

Utskottet konstaterar att den internationella utvecklingen stabiliserades under 2017 jämfört med utvecklingen under 2015 och 2016. Uppgången i världsekonomin blev tydligare och inflationen steg sakta uppåt, även om det internationella inflationstrycket fortfarande var lågt. Riksbanken fortsatte att föra den extremt expansiva penningpolitik som beslutades om under 2015 och 2016 för att säkerställa en uppgång i inflationen mot målet 2 procent. Reporäntan hölls oförändrad på –0,5 procent under hela året, medan däremot köpen av svenska statsobligationer ökades med 15 miljarder kronor till sammanlagt 290 miljarder kronor. I slutet av 2017 motsvarade det drygt 40 procent av den totala utestående stocken av svenska statsobligationer. Under hela 2017 behöll Riksbanken även den extra beredskapen för att intervensera på valutamarknaden för att motverka en eventuell förstärkning av den svenska kronan som beslutades om under 2016.

Riksbanken nådde inflationsmålet 2017

Utskottet konstaterar att inflationen steg snabbare under 2017 än vad Riksbanken räknade med i början av året. Mätt enligt KPIF steg priserna med i genomsnitt 2 procent, till följd av bl.a. stigande energi- och tjänstepriser. Detta innebär att Riksbanken för första gången på sju år klarade inflationsmålet, bl.a. eftersom banken i september 2017 ändrade målvariabeln i inflationsmålet från KPI till KPIF samtidigt som man runt målet införde ett s.k. variationsband på ± 1 procentenhet. Mätt enligt KPI, som var målvariabel i inflationsmålet från det att målet officiellt infördes 1995 till september 2017, steg priserna under 2017 med i genomsnitt 1,8 procent. Det var visserligen under men ändå väldigt nära målet och den högsta KPI-inflationen som noterats sedan 2011.

Sett över hela utvärderingsperioden 2015–2017 låg dock inflationen fortfarande en bra bit under inflationsmålet, oavsett vilket inflationsmått som används.

Enligt utskottet är det bra att Riksbanken nu har fått upp den svenska inflationen och inflationsförväntningarna runt målet. Samtidigt konstaterar utskottet att det tagit lång tid att nå så här långt och att resan dit har bestått av en hittills oprövad penningpolitik med flera år av negativ reporänta och omfattande köp av obligationer för att öka likviditeten och ytterligare pressa ned räntorna i den svenska ekonomin.

Ungefär vart femte år genomför utskottet en extern utvärdering av Riksbankens penningpolitik. Senast genomförde den tidigare brittiska centralbankschefen Mervyn King och professorn Marvin Goodfriend vid Carnegie Mellon University en utvärdering av penningpolitiken under perioden 2010–2015. Utskottet beslutade nyligen att en ny utvärdering ska göras för perioden 2015–2020. Utvärderingen ska fokusera på den extrema penningpolitiken under perioden och på vilka effekter de s.k. okonventionella åtgärderna har fått på den ekonomiska och finansiella utvecklingen i Sverige. Utskottet återkommer senare under året med mer information om utvärderingen.

Svensk ekonomi fortsätter att vara stark

Utskottet konstaterar att den svenska ekonomin har fortsatt att utvecklas starkt till följd av bl.a. den expansiva penningpolitiken och den allt tydligare återhämtningen i den internationella ekonomin. Resursutnyttjandet steg ytterligare under 2017 och BNP ökade med 2,4 procent, vilket visserligen är lägre än tillväxten under 2015 och 2016 men väl i nivå med tillväxttakten i USA och i euroområdet. Sett över hela utvärderingsperioden steg Sveriges BNP med i genomsnitt 3,4 procent, vilket var betydligt högre än i USA och i euroområdet. Sysselsättningen i den svenska ekonomin ökade mycket kraftigt under 2017 samtidigt som arbetslösheten fortsatte att sjunka. Under utvärderingsperioden har arbetslösheten gått ned med 1,2 procentenheter till 6,7 procent av arbetskraften.

Större fokus på Riksbankens redogörelse

Riksbankens redogörelse för penningpolitiken är den första av två skriftliga rapporter som Riksbanken årligen ska lämna till utskottet. Redogörelsen är ett viktigt underlag för utskottets årliga utvärderingar av penningpolitiken. För att uppmärksamma redogörelsen, granska innehållet och få igång en debatt om slutsatserna i rapporten höll utskottet den 3 maj 2018 en öppen utfrågning om Riksbankens redogörelse för 2017 (se protokoll från utfrågningen i bilaga 2). I utfrågningen deltog hela direktionen i Riksbanken samt två opponenter; Fredrik N G Andersson från Lunds universitet och Anna Brehm, chefsekonom på Swedbank.

Enligt utskottet var diskussionen under utfrågningen öppen och intressant. Båda opponenterna var överens om att Riksbanken nått sitt mål för verksamheten under 2017. Inflationen har vänt uppåt och nått inflationsmålet mätt enligt KPIF, och inflationsförväntningarna har stabiliserats kring målet. Ekonomin växer snabbt, och arbetsmarknaden är stark. Fredrik N G Andersson ansåg dock att man kunde sätta frågetecken kring måluppfyllelsen om perspektivet breddades till att även omfatta samhällsekonomisk stabilitet på lite längre sikt. Han ansåg att Riksbanken bedrivit en alltför expansiv penningpolitik under de senaste åren, vilket bl.a. bidragit till att hushållens skulder ökat ännu mer och att det i sin tur ökat risken för finansiell instabilitet.

Riksbanken – världens äldsta centralbank

I maj 2018 firade Riksbanken 350-årsjubileum. Det gör Riksbanken, eller Riksbankens Ständers Bank som den hette när den grundades 1668, till världens äldsta centralbank, 26 år äldre än Bank of England som är den näst äldsta centralbanken. Begreppet centralbank var visserligen inte uppfunnet när banken grundades men Riksbanken har genom århundradena successivt utvecklats till den moderna centralbank den är i dag.

Utskottet vill passa på att gratulera till de gångna 350 åren och önska framgång under de kommande århundradena. Utskottet vill också gratulera till den konferens som Riksbanken höll i samband med jubileet. Nivån på de utländska gästerna, företrädare av bl.a. den amerikanska och den brittiska centralbankschefen, liksom vittnesmålen under konferensen, visar att Riksbanken är en högt uppskattad kollega i centralbanksvärlden och ofta en föregångare inom den penningpolitiska utvecklingen.

BILAGA

Protokoll från den öppna utfrågningen om redogörelsen för penningpolitiken 2017

Program

Datum: Torsdagen den 3 maj 2018

Tid: Kl. 10.00–12.00

Plats: Förstakammarsalen

Inbjudna:

Riksbankens direktion – Stefan Ingves, riksbankschef, Kerstin af Jochnick, förste vice riksbankschef, Martin Flodén, vice riksbankschef, Henry Ohlsson, vice riksbankschef, Per Jansson, vice riksbankschef, Cecilia Skingsley, vice riksbankschef

*Opponent*er: Fredrik NG Andersson, docent, Lunds universitet, Anna Breman, chefsekonom, Swedbank

Inledning

Fredrik Olovsson, finansutskottets ordförande

Anföranden

Riksbankschef Stefan Ingves

Fredrik NG Andersson, docent, Lunds universitet

Anna Breman, chefsekonom, Swedbank

Frågor från utskottets ledamöter

Avslutning

Elisabeth Svantesson, finansutskottets vice ordförande

Ordföranden: Klockan har blivit 10.00. Alla är hjärtligt välkomna till finansutskottets öppna utfrågning om Riksbankens rapport *Redogörelse för penningpolitiken 2017*. Det är första gången i detta format. För ändamålet finns inte bara finansutskottet på plats utan framför allt hela Riksbankens direktion och därutöver två opponenter som förstas är särskilt välkomna, Fredrik NG Andersson från Lunds universitet och Anna Breman från Swedbank.

Den här övningen ska gå till så att vi först får höra från Riksbanken en sammanfattning av redogörelsen. Därefter får våra opponenter ordet, varpå också direktionen i övrigt får en möjlighet att kommentera innan det är dags för utskottets ledamöter att ställa frågor och få svar. Vi får se hur det ska fungera. Först börjar vi med att få en sammanfattning av redogörelsen av riksbankschef Stefan Ingves.

Stefan Ingves, Riksbanken: Tack för att vi har fått möjlighet att komma hit och prata om penningpolitiken 2017 och hur vi funderar kring penningpolitikens utformning då.

Låt mig starta med den klassiska traditionella bakgrunden när det gäller att något prata om penningpolitik såsom den har sett ut i Sverige vid det här laget ett ganska bra tag. Det viktiga här är att vår uppfattning är att ett trovärdigt inflationsmål är bra för samhällsekonomin i vid mening. På något sätt behöver vi i alla ekonomier någon form av ankare när det gäller pris- och lönebildningen så att det går att förstå på vilket sätt priserna stiger och vilken vägledning man kan få när man sysslar med prissättning och lönebildning.

Det innebär att det är lättare för hushåll och företag att fatta olika typer av ekonomiska beslut och att man inte behöver ägna för mycket tid åt att fundera på hur man ska skydda sig mot priser som fladdrar omkring väldigt mycket. Prisstabilitet skapar kort och gott förutsättningar för en god ekonomisk utveckling.

Vi går tillbaka lite grann i tiden och tittar på hur det har sett ut ett antal år tillbaka i tiden. Om man tittar på utvecklingen sedan 2014 och 2015 visar det sig att inflationstakten i Sverige trendar nedåt. Det är inte minst en konsekvens av att hela tioårsperioden efter den stora finanskrisen har varit väldigt bekymmersam på många olika håll i världen när det gäller inflationstakten och den allmänna ekonomiska utvecklingen.

Inte minst i vårt närområde spelar statsskuldssproblematiken i många europeiska länder en ganska stor roll. Samtidigt har man kämpat med detta på en rad olika håll för att hantera frågan. Dessvärre har det tagit längre tid än vad många trodde, låt oss säga 2009, 2010 och 2011.

Den utveckling som fanns då var med en inflation som trendade nedåt. Om man tittar på den högra sidan av bilden ser man inflationsförväntningar som börjar trenda nedåt på ett ganska så tydligt sätt. Då löper vi risken att kanske till och med tappa det ankare som inflationsmålet är tänkt att vara i de här sammanhangen.

Det ser man också på en del rubriksättning på en del artiklar från den tiden. Man säger att inflationsmålet är ifrågasatt och att industriråd inte tror på inflationsuppgång. Inflationen borta för gott, är ett påstående i rubriksättningen här, och så vidare. Alla dessa rubriker tar egentligen upp samma grundfråga som jag visade på grafen innan, det vill säga att inflationen börjar trenda nedåt. Man ställs då inför frågeställningen: Hur ska vi göra för att vända detta?

Det som vi inte kommer ifrån i det sammanhanget, även om den inhemska diskussionen ibland tenderar att bedrivas som om omvärlden inte fanns, är att samtidigt titta lite grann på hur utvecklingen ser ut i vår omvärld. Med export och import på 50 procent av BNP och med helt fria kapitalrörelser påverkas vi också i betydande utsträckning av vad som sker i vår omvärld.

En sådan trend som har funnits ganska länge och också längre tillbaka i tiden än 2006 är en mycket tydlig trendmässig nedgång i räntor på global nivå. Det ser man också här på bilden att räntorna följs åt ganska mycket. Sverige, Tyskland och USA ligger ganska nära varandra. Av lite olika skäl är vi antingen något över noll eller en del under noll när det gäller räntesättningen här.

Om man tittar på inflationstakten ser ni att inflationstakten i euroområdet, Storbritannien och USA följs åt inte ett till ett men ändå ganska så hyggligt. Det innebär från ett svenskt perspektiv att vi importerar låg inflation och också låga räntor.

Till det ska man också lägga att under den här tiden har Europeiska centralbanken börjat köpa tillgångar i stor skala för att stimulera efterfrågan i den europeiska ekonomin och också för att få upp inflationen.

Allt detta är någonting som svensk penningpolitik måste förhålla sig till på något sätt. Vi arbetar inte i ett vakuum när det gäller allt detta. Det leder givet den bakgrunden, att vi sänker reporäntan till minus en halv procent. Där har den vid det här laget legat ett antal år. Ett enkelt uttryck är att säga 3 år av 350 år, eftersom vi har funnits ganska länge. I det avseendet är väldigt låga räntor något som är ganska ovanligt. Men det är inte så att svenska räntor på något sätt dramatiskt skiljer sig från räntor på andra håll.

Det andra är att vi också inleder ett betydande köp av svenska statsobligationer. Räntan är priset på pengar. För att vara på den säkra sidan genom att köpa statsobligationer ökar vi också mängden pengar. Går det inte på det ena sättet så går det på det andra sättet när det gäller att vända inflationsförväntningarna och få upp inflationen i svensk ekonomi.

Om man tittar på vad som har hänt under de här åren, även om det har tagit lång tid, har vi en allt starkare konjunktur i den svenska ekonomin. Det gällde också under 2017. Man kan naturligtvis beskriva det på många olika sätt. Ett sätt är att visa vad som sker på arbetsmarknaden under ett antal år ganska trendmässigt.

År 2014, 2015, 2016 och 2017 har vi haft en ökad brist på arbetskraft. Spegelbilden av detta är att vi har allt lägre arbetslöshet. Det betyder helt enkelt kort och gott att vi har en stark konjunktur i Sverige. Det är naturligtvis

någoting som är viktigt när det gäller att få upp inflationstakten till vårt mål på 2 procent.

Detsamma gäller i omvärlden. Om man tittar på vad som har hänt är det också så att handelsvägt i USA, euroområdet och Storbritannien, om man tittar på de här graferna, varierar tillväxten en del. Men tillväxten är ändå betydligt högre än vad den har varit tidigare. Det är naturligtvis också någoting som påverkar den svenska ekonomin i allra högsta grad på ett positivt sätt.

Tittar man på inflationstakten ser vi vad som har hänt på senare år. Det är väldigt tydligt mätt som KPIF att inflationen har stigit under ett antal år. I det avseendet, givet vårt mål 2 procents inflation, är 2017 ett bra år eftersom vi ligger på eller väldigt nära beroende på hur man väljer att mäta inflationstakten per månad, år, genomsnitt eller hur man nu går till väga.

Det som också är väldigt viktigt i det här sammanhanget är att penningpolitiken har lyckats med att vända inflationsförväntningarna så att under den tidsperiod vi nu pratar om ligger vi väldigt nära 2 procent. Det är någoting som är betydelsefullt och viktigt om man tittar på den tidsperiod vi hade innan när inflationsförväntningarna började trenda nedåt.

Kort och gott: Givet den penningpolitik som vi har fört och den allmänna internationella utvecklingen gick det med mycket jobb och en expansiv penningpolitik att vända det här och återföra inflationstakten till vårt inflationsmål på 2 procent.

Då ställer man sig naturligtvis frågan: Vad är det som har gjort att inflationen har stigit under den här tidsperioden? Samtidigt är det så, och det gäller också i många andra länder, att vi har haft förhållandevis låga löneökningar. Vi har också haft ett förhållandevis lågt pristryck på annat håll i världen.

Vad som ändå har lett till att inflationen har stigit är att vi har haft och har en stark konjunktur och att inflationsförväntningarna har återförts till kring 2 procent. Det underlättar naturligtvis när det gäller förväntningar och möjligheter att höja priserna.

Samtidigt har vi periodvis haft en relativt svag krona. Det innebär att importpriserna stiger en del. Det kommer med en viss eftersläpning, men det har naturligtvis också bidragit. En helt annan typ av faktor är att energipriserna fluktuerar. Den här gången råkade det sig att energipriserna steg. Sammantaget ledde detta till en inflationstakt som är väldigt nära 2 procent.

En annan fråga som alltid återkommer när vi talar om penningpolitiken ett år bakåt i tiden är vårt prognosarbete. Den här gången råkar det sig så att vi har relativt träffsäkra prognoser för 2017. Vi har mer än träffsäkra prognoser för inflationen. Prognoserna för arbetslöshet ligger nära utfallen, och den inhemska konjunkturen i vid mening blev ungefär som vi hade förväntat oss.

Sedan är det viktigt att komma ihåg här att när det gäller prognoser varierar träffsäkerheten för enskilda år. Det är kanske inte det mest meningsfulla att titta på ett enskilt år. Man behöver nog egentligen i grunden titta på prognoser i ett längre tidsperspektiv.

Tittar man på många prognosmakare i Sverige när det gäller träffsäkerhet i prognosmakeri är det förhållandevis små skillnader mellan olika bedömares prognoser i det här sammanhanget.

Samtidigt fortsätter vi som alltid med vårt utvecklingsarbete. För att göra inflationsprognoserna bättre och mer precisa i närtid har vi börjat samla in priser från nätdata. Där hittar man numera alla möjliga prisindikationer som man kan komma åt fortare än om man bara tittar på officiellt publicerade data. Inte minst en fråga som har funnits under hela tidsperioden är utrikes resor som fluktuerar något alldeles enormt. Då får man försöka fiska upp den informa-tionen så fort som det över huvud taget är möjligt.

Vi har gjort en ny och en sänkt bedömning av den långsiktiga nivån på reporäntan. Det är måhända inget konstigt med det. Det är en fråga som många centralbanker sliter med på många olika håll i världen. När den allmänna räntenivån har fallit under så pass lång tid som den har gjort är det rimligt att anta att den långsiktiga nivån på reporäntan, så långt vi nu kan blicka in i framtiden, kommer att vara lite lägre än vad vi har antagit tidigare.

Vi har utvärderat de erfarenheter som vi har av att publicera ränteprognoser och räntebana eftersom vi vid det här laget har haft en räntebana ganska länge till skillnad från många andra centralbanker. Vår uppfattning är att det system som vi använder i dagsläget har fungerat väl. Räntebanan är en prognos. Den är inget löfte. I det avseendet kan man naturligtvis alltid ha synpunkter på det. Men det är ändå bättre att ha en prognos jämfört med ingen prognos alls. Vi tycker att det har underlättat vår kommunikation när det gäller vårt sätt att se på vad som händer i framtiden.

Vi har också diskuterat Riksbankens roll inom fördelningspolitiken. Det är en fråga som har väckts på senare år. Där är det framför allt så att den slutsats som vi drar i det sammanhanget är att om vi klarar av att hålla låg och stabil inflation gynnar det tillväxt och sysselsättning. Det är någonting som de allra flesta har god nytta av när det gäller fördelningspolitik. Det leder till en allmänt sett stabil ekonomisk utveckling. Det är någonting som tjänar alla väl.

För att summera 2017 har vi en god måluppfyllelse under 2017. Det har tagit lång tid för inflationen att ta sig tillbaka till 2 procent. Det har krävts, precis som på samma sätt som i många andra länder, en mycket kraftfull penningpolitik med en kombination av både ränta och stora obligationsköp för att åstadkomma detta.

Eftersom vi nu har lyckats med detta är det fortsättningsvis så, eftersom det tog många år att återföra inflationen till 2 procent, att det krävs en stor vaksamhet för att se till att inflationsförväntningarna är väl förankrade kring vårt inflationsmål på 2 procent också framgent. Tanken är ingalunda sådan att inflationsförväntningarna och inflationstakten enbart ska tänga 2 procent och sedan falla tillbaka.

Det gäller att framåt föra en penningpolitik som är sådan att när vi återför både förväntningar och inflationstakt till tal som ligger i närheten av vårt inflationsmål på 2 procent gäller det att utforma penningpolitiken på ett sådant sätt att det förblir så i framtiden.

Ordföranden: Tack så mycket. Då ska vi få synpunkter på redogörelsen. Vi börjar med Fredrik NG Andersson, varsågod.

Fredrik NG Andersson, Lunds universitet: Jag får börja med att tacka för inbjudan att vara här i dag och kommentera penningpolitiken. Jag måste också erkänna en sak innan vi fortsätter. Som Stefan Ingves sa har det varit en väldig debatt om penningpolitiken. Riksbanken har blivit kritiserad för den penningpolitik som den har bedrivit. Jag hör till den grupp som har kritiserat den förda penningpolitiken men inte i den bemärkelsen att vi ska överge inflationsmålet.

Jag har kritiserat själva penningpolitiken och det väldigt ensidiga fokus som har varit på att nå 2,0 procents inflation. Det har nu lett oss in i en situation där vi stimulerar ekonomin i en högkonjunktur, vilket jag inte tror är bra på lite längre sikt. Jag skulle önska att man hade haft en lite mer flexibel inflationsmålspolitik där man sett lite mer till den samhällsekonomiska balansen snarare än till just siffran 2,0 och där man också hade accepterat att vi lever i en låginflationsmiljö inte bara i Sverige utan också globalt.

Det är svårt för en liten öppen ekonomi som den svenska som är så oerhört integrerad i världsekonomin att avvika från den internationella inflationstakten. Vi märker hur Riksbanken har tagit i så det knakar för att gå från ungefär 1 procent till 2 procent. Frågan är om det inte hade varit lite bättre att kanske acceptera att om inflationen är låg globalt kommer den även att vara låg i Sverige.

Det jag vill prata om i dag är först måluppfyllelsen och sedan kopplat till måluppfyllelsen inriktningen på penningpolitiken. När man diskuterar måluppfyllelsen kan man göra det från två perspektiv. Man kan göra det från ett väldigt snävt perspektiv där man har fokus på inflationen eller så kan man göra det från ett bredare samhällsekonomiskt perspektiv där man även tittar på sysselsättning, tillväxt och så vidare.

Om vi börjar med det snäva perspektivet ska Riksbanken enligt riksbankslagen upprätthålla ett fast penningvärde, vilket man på egen hand har tolkat som 2 procents inflation, numera med ett variationsband på plus minus en procentenhet, mätt med konsumentprisindex med fast ränta. Det är det som heter KPIF.

Vill man göra det enkelt för sig kan man studera inflationen och säga: Ligger inflationen i nivå med målet har man i så fall fört rätt penningpolitik. Avviker man för mycket från målet får man diskutera varför. Det är det snäva perspektivet. Om vi börjar med det kan vi säga följande.

Här på bilden har vi inflationstakten i Sverige, i euroområdet, i USA och i Storbritannien från 2014 till 2017. Vi har även ett genomsnitt för de fyra åren. Om vi tittar på de två senaste åren och mäter inflationen som förändringen i prisindex från december till december har Riksbanken nått sitt inflationsmål de senaste två åren. Inflationen ligger helt i linje med 2 procent.

Vi kan notera att inflationen är låg i vår omvärld. Riksbanken är den centralbank av dessa fyra som har kommit närmast 2 procent. Andra centralbanker har kämpat men inte lyckats. Ska man ha det snäva perspektivet får man ge Riksbanken helt klart godkänt. Den får högsta betyg, ett A eller 5:a som det hette när jag gick i skolan.

Vi kan också notera att det enda land som haft en högre inflation än 2 procent är Storbritannien som hade 3 procent 2017. Det fick man därför att växelkursen kollapsade efter brexitomröstningen. Man fick importerad inflation. Förutom det fallet har vi haft låg inflation i vår omvärld.

Vi breddar analysen något och tar det breda perspektivet. Det kan vi göra därför att Riksbanken bedriver vad som kallas för flexibel inflationsmålspolitik. Som man själv beskriver ska man även söka stabilisera tillväxt och sysselsättning på långsiktigt hållbara nivåer. Detta har man stöd för i förarbetena till riksbankslagen.

Målet är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken själv har valt 2 procent, ett variationsband och KPIF. Det finns en diskussion i förarbetena om att man inte vill precisera målet för penningpolitiken mer än att just upprätthålla ett fast penningvärde. Det vill man inte av följande anledning.

Det är inte lämpligt att i lag fastställa en särskild nivå för tillåten prisökningstakt eller att ange storleken på ett eventuellt toleransintervall, det som vi numera kallar för variationsband. En sådan precisering skulle bli alltför inflexibel och innebära att Riksbanken inte ges tillräckligt utrymme att anpassa målet till nya omständigheter.

Man öppnar alltså i diskussionen för att det kan komma en situation där ett alltför snävt fokus på en inflationssiffra kan skapa problem någon annanstans i ekonomin. Därför ger man möjlighet till att vara lite mer flexibel.

Låt oss då titta på den samhällsekonomiska utvecklingen. Här på bilden är tillväxten för Sverige, Tyskland, USA och Storbritannien 2014 till 2017. Den visar ett genomsnitt för de fyra åren men även ett genomsnitt för tillväxten åren före den internationella finanskrisen.

Vad vi kan se är att Sverige haft en fantastiskt god tillväxt. Vi har haft en tillväxt som ligger nästan 1 procentenhet högre jämfört med de andra länderna per år. Det är en mycket stark tillväxt.

Om vi jämför tillväxten med åren före finanskrisen kan vi också se att vi har haft en starkare tillväxt och en mycket god konjunktur.

Låt oss se på arbetsmarknaden. Här på bilden är sysselsättningen, den andel av dem som är mellan 15 och 64 år som har ett jobb. Den här tabellen visar arbetsmarknaden för inrikes födda. Även utrikes födda har en väldigt bra arbetsmarknad. Men det stora antalet nyanlända de senaste åren tynger ned de siffrorna något. För att visa på styrkan på arbetsmarknaden har jag valt att fokusera på inrikes födda.

Vad ser vi då? Jo, vi kan se att vi i dag har den högsta sysselsättningsgraden sedan finanskrisen. Men inte sedan den internationella finanskrisen, utan sedan den svenska finanskrisen på 90-talet. Man måste gå tillbaka till slutet på 80-talet för att hitta en så stor sysselsättningsgrad i Sverige. Det är en större

andel av den vuxna befolkningen som har ett jobb än under högkonjunkturen 2008 eller under it-boomen år 2000. Det förstärker bilden av en mycket stark ekonomi.

Sedan har vi den finansiella sidan av ekonomin. Här på bilden har vi hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst. Det är den svarta kurvan. På den prickade kurvan har vi lagt till de skulder som hushållen har indirekt via bostadsrättsföreningarna. Då når man en skuldnivå som ligger på lite drygt 200 procent av disponibel inkomst. Det är nästan men inte riktigt dubbelt så högt som i USA. Det är mer än dubbelt så högt som i Tyskland.

Vi kan se att mellan 2010 och 2014 låg skuldkvoten ganska stabil när räntan också var lite högre. När man inledde den extremt expansiva penningpolitiken 2014 och 2015 stack skulderna i väg igen.

Nu har vi valt att det inte är Riksbanken som ska ansvara för finansiell stabilitet. Det är Finansinspektionen. Problemet vi har är att Finansinspektionen försöker bromsa och Riksbanken försöker gasa. Så länge Riksbanken gasar blir det svårare för Finansinspektionen att bromsa.

Finansinspektionen använder och kan bara använda relativt klumpiga och fyrkantiga styrmedel som slår hårt mot vissa grupper i samhället men inte mot andra grupper i samhället och som vissa kan komma undan men som andra inte kan komma undan. Det är styrmedel där vi inte riktigt vet vilken effekt de kommer att få.

Vi kan se att fortfarande växer krediterna till hushållen alldeles för fort. Vi kan också se framför oss en situation där dess styrmedel eventuellt skapar nya problem på bostadsmarknaden. Man försöker lösa ett problem men skapar ett annat.

Även om Riksbanken inte ska eller kan ta hand om den problematiken med räntan blir det svårare för Finansinspektionen att hantera den så länge Riksbanken gasar. Riksbanken skriver själv i sin redogörelse att penningpolitiken kan vara ett komplement till de verktyg Finansinspektionen använder. Tyvärr är den inte något komplement utan går precis tvärtemot.

Så har vi växelkursen. Den svenska kronan har sedan man inledde den expansiva penningpolitiken tappat i värde. Det gäller inte så mycket mot dollarn och pundet utan speciellt mot euron. Vi är nu nere på samma nivå som vi hade under krisen 2009, och detta under en högkonjunktur. Vi stimulerar ekonomin genom att ha en svag valuta i en högkonjunktur.

Som vi hörde i Stefan Ingves presentation är det bra för inflationsmålet. Men är det bra för den samhällsekonomiska stabiliteten att ha en så svag krona? Har man valt att ha en flytande krona, en flytande växelkurs, som Sverige har måste man acceptera att kronan ibland är stark och ibland svag. Det är inga problem.

Problemen här är för det första att kronan är svag i en högkonjunktur. För det andra kan vi se att vi har en trend i växelkursen. Den blir svagare och svagare år efter år. Vi kanske hamnar i en situation där man börjar förvänta sig att kronan alltid ska vara svag.

Lyssnar man på direktionen får man ibland en bild av att den vill ha en svag krona. Den talar om att kronan inte får bli för stark för fort. Den kan spå på förväntningar om att kronan alltid kommer att vara svag. Tror man det kan man konkurrera internationellt inte genom att vara duktig utan genom att vara billig. Vi vet från vår historia att det inte är någon bra lösning för svensk ekonomisk utveckling.

Vi kan sammanfatta det hela genom att säga följande. Inflationen är helt i nivå med inflationsmålet. Ska vi ha ett väldigt snävt fokus ligger vi helt rätt. Vi har högkonjunktur, hög tillväxt och full sysselsättning. Vi har problem med växande finansiella obalanser. Det är inte Riksbanken som ska ta hand om det på egen hand, men den kanske måste hjälpa till. Vi har en försvagning av kronan.

Hur ser det ut med penningpolitiken? Den är expansiv. Vi har negativa räntor, och vi köper statsobligationer för hundratals miljoner kronor. Hur ser det ut i USA? De stramar åt. USA har lägre inflation och sämre tillväxt. De har en sämre arbetsmarknad sett till sysselsättningsgraden. De har hushållsskulder som är under kontroll, och de har en bostadsmarknad under kontroll. Men de stramar åt. Vi gör precis tvärtom fastän vi egentligen ligger bättre till. Tar vi det snäva perspektivet har vi en väl avvägd penningpolitik. Men inte om vi tar ett mer brett perspektiv. Då har vi en alltför expansiv penningpolitik.

En sak som jag reagerat på lite grann är att Stefan Ingves sa i en intervju med Dagens Industri att vi har ett samhällsexperiment. Det handlade om penningpolitiken kopplad till hushållens skulder. Jag vet inte om det var ett olyckligt ordval. För mig är ett experiment någonting man gör i ett laboratorium och inte någonting man gör med svensk samhällsekonomi.

Man har även haft tal för ungefär lite drygt en månad sedan där man talat om penningpolitik i ny miljö. Det handlar om att det ekonomiska landskapet håller på att förändras. Penningpolitiken fungerar kanske inte riktigt på samma sätt som tidigare.

Blickar vi framåt kan man också se att det finns förändringar i det ekonomiska landskapet som vi inte riktigt vet hur de kommer att sluta. Då är frågan: Ska vi gå hela vägen bara för att försöka nå 2,0 procent, eller ska vi vara lite försiktiga och spara lite på krutet för att kunna hantera denna nya, okända miljö?

Då ska vi se att den penningpolitik vi bedriver väcker vissa frågor. För det första: Är konsumentprisindex eller konsumentprisinflationen en så bra indikator som den var tidigare? Om vi går tillbaka till 70- och 80-talen var ett av de stora problemen i Sverige hög konsumentprisinflation. Att få ned den var ett ankare, och ett inflationsmål var viktigt. Och inflationsmålet är fortfarande viktigt. Problemet är bara det att på den tiden gick inflationen upp om det var högkonjunktur, och var det lågkonjunktur gick inflationen ned. Hade vi en kreditboom gick inflationen upp. Genom att titta på den här konsumentprisindikatorn fick vi alltså en väldigt bra samlad bild av tillståndet i ekonomin.

Men det har vi inte i dag, och det finns en stor teoretisk diskussion om varför så är fallet. Varför följer inte längre inflationen konjunkturen eller kreditboomen som den gjorde förr? Vi kan se att den inte gör det, men vi kan inte riktigt svara på varför ännu. Kan vi fortfarande ha ett lika hårt fokus på KPIF som nyckelindikator som vi hade förr?

Den andra frågan är: Vad kan de långsiktiga effekterna bli av att stimulera i en högkonjunktur? Man kan ju argumentera att eftersom inflationen är låg mätt med KPIF så är det inga problem. Men vi ska komma ihåg att för ungefär 40 år sedan sa man att om vi har hög arbetslöshet så kan vi aldrig få hög inflation. Så visade det sig att det kunde vi visst få. Kanske är det så att vi kan ha låg inflation men ändå få ekonomiska problem någon annanstans i ekonomin.

Kan vi avvika från det internationella mönstret? Som vi såg på Stefan Ingves presentation följer ju svensk inflation det internationella mönstret för inflationen väldigt väl. Det såg man även i min tabell, där det var låg inflation i Sverige och låg inflation internationellt. Kan vi verkligen avvika så mycket från det internationella mönstret? Bör vi avvika så mycket från det internationella mönstret, och till vilket pris?

Vad händer när vi kommer till en lågkonjunktur? Vi har hört från direktionen att man mycket väl kan göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Men vad betyder det? Är det en reporänta på minus 3 procent? Vilka effekter får det på det finansiella systemet? Tänk er själva att ni sparar 100 kronor till julklappar eller nästa års semesterresa. Så går det ett år, och så får ni bara behålla 98 eller 97 kronor, för resten har banken tagit, eller ytterst Riksbanken. Just nu skyddas konsumenterna eller hushållen från den negativa räntan. Men går vi ned till minus 2–3 procent tror jag inte att det kommer att ske. Kommer ni att ha förtroende för penningpolitiken och för det finansiella systemet om man börjar ta era pengar? Eller börjar ni tömma bankerna för att hålla i kontanter, eftersom det är bättre att ha 100 kronor i en sedel som man får behålla än 97 kronor på sitt bankkonto?

Andrew Haldane, chefsekonom på Bank of England, pratar om att avskaffa kontanterna för att kunna gå ned på den här typen av negativ räntenivå. Det finns frågor kring affärsmodeller för affärsbankerna eller för försäkringsbolag, så det är inte helt enkelt att bara säga att vi kan göra penningpolitiken mer expansiv, för vilka kan effekterna bli?

Finns det då en alternativ penningpolitik? Det finns alltid ett alternativ. Alternativet är en något mindre expansiv penningpolitik. Det betyder inte 2–3 procents reporänta; det är fullkomligt orimligt. Men man kanske inte behöver ha negativa räntor. Vad hade hänt om vi hade hållit igen lite? Då hade vi haft lägre tillväxttakt. Men tar vi bort en tredjedel av tillväxttakten de senaste åren är vi nere på samma tillväxttakt som i vår omvärld. Vi skulle ha haft en lägre sysselsättningsgrad. Men vi ska komma ihåg att vi slog sysselsättningsrekord redan 2013. Vi hade alltså sysselsättningsrekord redan innan vi började med den expansiva penningpolitiken. Det har inte varit så många av den vuxna befolkningen i sysselsättning sedan 1990-talet.

Vi skulle ha haft lägre inflation. Men när vi hade låg inflation hade vi också sysselsättningsrekord och en ganska bra tillväxt. Det är ingenting som säger att 1 procents inflation är katastrof men 2 procent är himmelriket. Vi kan mycket väl hantera 1 procents inflation eller 1,5 procents inflation.

Vi skulle troligen också ha haft något lättare att stabilisera hushållens skulder med hjälp av Finansinspektionen, så att Finansinspektionen och Riksbanken gick mer i takt med varandra. Vi kan se att när vi gick ned till negativ ränta och började köpa statsobligationer tog även skulderna fart igen efter att ha stabiliserats på en ganska hög nivå.

Vi hör ofta att vi måste värna inflationsmålet och ha förtroende för penningpolitiken. Men frågan är vad det är som bygger förtroende för penningpolitiken. Är det att bedriva en expansiv penningpolitik i högkonjunktur och bara försöka lyfta inflationen från 1 till 2 procent? Vi ska komma ihåg att vi har stora mätfel i inflationsmätningarna, så de här siffrorna är absolut inte exakta. Vi tar i oerhört mycket för att gå från 1 till 2 procent. Eller bygger man förtroende genom att vara lite mer återhållsam och kanske förklara att i den värld vi lever i nu, i den här globala låginflationsmiljön, kan vi inte nå 2 procent, för ingen annan når 2 procent, och så försöka hålla vår ekonomi stabil så att vi har en bra ekonomisk utveckling inte bara något år utan många år genom att hålla igen lite grann? Jag tror att det senare är sättet att bygga förtroende, inte att hålla hårt fast vid 2,0.

Låt mig avsluta. Om vi väljer att ha ett snävt perspektiv ger vi Riksbanken mer än godkänt. De får högsta betyg. Men så fort vi breddar analysen något har vi en alltför expansiv penningpolitik. Frågan är alltså vad vi väljer. Väljer vi det snäva perspektivet, eller väljer vi det breda samhällsekonomiska perspektivet? Personligen skulle jag välja det breda perspektivet, för inflationen i sig är inte det intressanta. Det är välfärden som borde vara huvudmålet för vår politik.

Nu har jag klagat på Riksbanken, så låt mig avsluta med en vårbild från Lund där magnoliorna precis har slagit ut!

Ordföranden: Tack så mycket, Fredrik! Då ger vi ordet till Anna Breman som är chefsekonom på Swedbank för att kommentera Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2017.

Anna Breman, Swedbank: Fredrik avslutade med en vårbild, och jag börjar med en vårbild. Det kommer att se ut som på bilden om ungefär en vecka.

Jag vill börja med att tacka finansutskottet för inbjudan att tala. Jag vill också passa på att gratulera Riksbanken till 350-årsjubileet. Vi fokuserar i dag på redovisning av penningpolitiken för 2017, men Riksbanken har ju en väldigt lång och gedigen historia. Ibland är det bra att ha lite långsiktiga historiska perspektiv, och det kommer jag att komma tillbaka till i slutet.

Även jag tänkte börja med att prata om måluppfyllelsen. Sedan tänkte jag fokusera på kommunikationen under 2017 och även på prognosen och de ekonomiska analyserna.

När det gäller måluppfyllelsen är min bild väldigt nära den som Fredrik precis har gett. Jag visar några få korta bilder. Med den här grafen vill jag för det första betona hur mycket inflationen varierar från månad till månad. Om vi tittar på tre eller tolv månaders glidande medelvärde ser man mer trenden i det här, och tittar vi på måluppfyllelsen enligt inflationen mätt som KPIF kan vi se att inflationen, precis som föregående talare har diskuterat, har trendat upp från lägre nivåer och nu ligger kring 2 procent. När vi tittar framåt på 2017 är det viktigt inte bara att måluppfyllelsen för 2017 var bra när det gäller inflationen utan också att man har förutsättningar framöver för att fortsätta att ha en inflation kanske inte exakt på 2 procent men nära 2 procent.

Vi ser att vår inflation i KPIF, som är den nya målvariabeln, kommer att ligga kanske inte exakt på 2 procent men nära 2 procent den närmaste tiden. Tittar vi på inflationsförväntningarna, som också är viktiga på några års sikt, ser vi att även de har trendat upp och ligger nära 2 procent. Som Fredrik betonade är den övergripande ekonomiska utvecklingen sett till tillväxt och arbetsmarknad mycket god, så förutsättningarna för att ha en inflation som ger ett fast penningvärde, som det står i riksbankslagen och som Riksbankens direktion har tolkat det, alltså KPIF kring 2 procent, är goda.

Den korta diskussionen kring måluppfyllelsen är alltså att Riksbankens måluppfyllelse under 2017, mätt enligt det sätt som Riksbanken själv har definierat, var god.

Då går vi vidare och tittar på Riksbankens kommunikation, som är en viktig del av penningpolitiken. När Riksbanken talar lyssnar alla. Riksbanken har en väldigt god förutsättning för sin kommunikation, för man behöver inte nå igenom mediebruset. Alla journalister kommer att vara där. Alla på de finansiella marknaderna kommer att sitta och lyssna väldigt noggrant. Det finns även ett brett intresse hos allmänheten, för många människor vet att de påverkas av penningpolitiken, direkt eller indirekt.

Riksbanken har alltså en god situation i det att man lyssnar när Riksbanken talar, och jag tänkte prata lite om kommunikationen från marknadens perspektiv. Kommunikationen från allmänhetens perspektiv är lika viktig för implementeringen av penningpolitiken, men eftersom jag själv befinner mig på den finansiella marknaden vill jag kommentera lite från marknadens perspektiv.

Under 2017 återtog Riksbanken lite av det förtroende som har varit ifrågasatt när inflationen flera år låg under målet. Precis som Stefan Ingves betonade var det många som sa att inflationen aldrig skulle komma tillbaka till 2 procent. Inflationen är död, fick vi till och med höra. Men under 2017 gick inflationen upp och till och med lite över 2 procent under en period, och det gjorde att marknaden, som hade varit skeptisk till att Riksbanken faktiskt skulle börja höja räntorna, ändrade sina förväntningar. Det syntes i marknadsprissättningen. Det finns ju en prissättning på reporäntebanan. Det

finns RIBA-kontrakt som man kan följa. När Riksbanken så hade en inflation som närmade sig målet började marknaden, som inte hade trott på Riksbankens reporäntebana på många år, faktiskt att tro att nu kommer det reporäntehöjningar.

Nu blir jag lite teknisk. I början av det här året var prissättningen att man förväntade sig 25 räntepunkters höjning i september 2018. Riksbanken hade en reporäntebana som låg stilla under hela 2017. Till och med från hösten 2016 indikerade Riksbanken att den första reporäntehöjningen skulle komma mot sommaren 2018.

Detta trodde marknaden på, men i januari och februari 2018 kom ett par inflationsutfall – vi pratar om några tiondelar under Riksbankens prognos – och då ändrade Riksbanken sin retorik. Man skapade förväntningar om att räntehöjningen skulle senareläggas, och det här bedömer jag kommer framöver. Säg att den här väldigt svaga kronan faktiskt bidrar till lite högre inflation. Då kommer Riksbanken att ha svårare att få tillbaka den trovärdighet som man började återta under förra året, för då visar man att trots att man hade en strategi och en reporäntebana under ett och ett halvt år så kunde man inte riktigt hålla fast vid den, trots att ekonomin utvecklas väl, trots att KPIF gick mot målet, trots att inflationsförväntningarna var väl förankrade och trots att kronan var betydligt svagare än väntat. Detta tror jag tyvärr kommer att skapa en ny diskussion om trovärdigheten den närmsta tiden.

Det finns andra saker från ett marknadsperspektiv, och jag ska prata för mig själv och inte för hela den finansiella marknaden, men när jag pratar med exempelvis dem som handlar med svenska statsobligationer hos oss så känner de att det finns en brist på lyhörddhet från Riksbanken för den situation som de befinner sig i. Det gäller både förståelsen för hur marknadens prissättning fungerar och köpen av obligationer och likviditeten på marknaden. I årsredovisningen skriver Riksbanken att effekten av Riksbankens obligationsköp är hanterliga, men de som själva sitter och handlar med svenska statsobligationer känner att likviditeten funkade i stort sett bara tack vare Riksgäldens repofacilitet, att det är mycket svårare att ställa priser. Det är deras jobb; de är prisställare. De uppfattar också att det blir mindre belopp som går att hantera.

Jag kan bara ta ett exempel. Förra veckan gjorde Riksbanken ett återköp av en obligation som löper ut i juni 2022, 1054:an. Riksbanken fick betala 7 räntepunkter under motsvarande listpris den dagen. Vad betyder det här? Det låter ju bra med att det är under, men när räntan blir lägre, alltså att Riksbanken betalar 7 punkter under listpris, så betyder det att priset är högre, och det här var ett belopp på 500 miljoner. Det låter extremt mycket, men det är ett ganska litet belopp på obligationsmarknaden. Men 7 räntepunkter under betyder ju att Riksbanken betalade 1,7 miljoner mer än vad andra aktörer hade betalat samma dag.

Det här ser många som ett bevis på att det faktiskt är en viss problematik kring likviditeten på marknaden, även om marknaden fungerar. Frågan som många ställer sig är: Kommer det här att fungera? Säg att vi av någon

anledning snabbt hamnar i en ny kris och svenska staten snabbt behöver låna upp mycket mer pengar. Många utländska aktörer har lämnat svenska marknaden. Kommer det då att gå att snabbt låna upp de stora belopp som skulle behövas?

Kronan har Fredrik redan diskuterat. Det finns väldigt mycket att säga om kronan. I natt låg den på 10,68 mot euron till och med. Vi lämnar det och går vidare till prognoser och analyser.

Riksbanken har gjort en väldigt fin genomgång och utvärdering av sina prognoser. Jag tänker inte prata så mycket om själva prognoserna utan mer om ekonomiska analyser och så igen, för trovärdighetens skull, om behoven av en ekonomisk analys som folk lyssnar på.

Jag börjar med hushållens skuldsättning. Hushållens skuldsättning är en del av Riksbankens kommunikation. I varje pressmeddelande nämner Riksbanken hushållens skuldsättning som ett orosmoment för svensk ekonomi. Jag vill redan nu betona att jag *inte* kommer att säga att det inte finns risker med hushållens skuldsättning, så ni får inte misstolka mig nu. Däremot vill jag lyfta fram några aspekter som jag tycker bör finnas med i en analys av hushållens skuldsättning.

Här visas hushållens skuldsättning i relation till BNP för ett antal länder. Sverige befinner sig ungefär i mitten av den här grafen, och tittar man på ett snitt av OECD-länder ser man att hushållens skuldsättning i Sverige i förhållande till BNP ligger nära ett genomsnitt av OECD-länder.

Riksbanken framhåller oftast skuldsättning i förhållande till disponibla inkomster, medan den forskningslitteratur som är kopplad till riskerna med en hög skuldsättning oftast utgår från hushållens skuldsättning i förhållande till BNP. Där sticker inte Sverige ut nämnvärt. Som sagt, det behöver inte betyda att vi inte ska bevaka och följa detta som en risk för den finansiella stabiliteten; däremot kan man nyansera debatten.

En annan sak som jag skulle vilja se när det gäller Riksbankens analys är att om man oroar sig för ökningstakten i hushållens skuldsättning behöver man ha en analys av vad det är som driver skuldsättningen och vad som är en rimlig ökningstakt framöver. Är det att skuldsättningen helt ska avstanna i förhållande till disponibla inkomster? Ska den till och med sjunka, eller kan man tillåta en viss ökningstakt?

Det finns några saker som driver skuldsättningen och kreditutgivningen för tillfället som jag tycker att man ska ta hänsyn till. Låt mig försöka konkretisera genom några exempel. Tänk er ett ungt par i 35-årsåldern i Linköping som äntligen ska köpa en villa. Vi kan kalla dem Niklas och Sven. De har två små barn. De har hittat sin drömvilla för 4 miljoner, och de köper villan av en äldre dam, Agda, som är 80 år och som har bott i huset i 40 år. De har en kontantinsats på 600 000 som man behöver så de har möjlighet att köpa, men de behöver ta ett lån på 3,4 miljoner. När de tar detta lån på 3,4 miljoner ersätter de dock en person, Agda, som var helt utan skulder.

En bostadsrätt omsätts ungefär vart nionde tionde år. För villor är det betydligt mindre ofta. Givet att vi har haft en prisökning under 20–25 år på

bostadsmarknaden så kommer den naturliga omsättningen att driva en viss ökning i hushållens skuldsättning, även om priserna står helt stilla.

Ett annat exempel är Stina och Stefan som ska köpa en bostadsrätt i Luleå för 2 miljoner. De behöver 300 000 i kontantinsats, och de har också möjlighet att lägga den kontantinsatsen. Det här är dock en nyproducerad bostadsrätt. De har alltså inte haft ett lån tidigare men behöver ta ett lån, och eftersom detta är en helt ny bostadsrätt kommer skuldstocken i samhället att öka.

De här två fenomenen kommer att fortsätta driva skuldsättningen även om priserna skulle ligga stilla. Det jag undrar är vad Riksbanken tycker är en rimlig nivå på ökning i skuldsättning, givet att de här faktorerna existerar. Om man helt ska avstanna skuldökningen måste antingen priserna falla eller så måste nyproduktionen helt upphöra. Nyproduktionen är ju på en väldigt hög nivå nu, så det kommer att fortsätta driva stocken av skulder i samhället.

Det tredje och sista exemplet är en ung tjej, låt oss kalla henne Matilda, som flyttar från Boden till Göteborg för att plugga på Chalmers. Hon har ingen kontantinsats. Hon har heller inte föräldrar som kan ge henne de 200 000 som behövs. Vad ser vi då? Jo, då ser vi att bankerna säger nej till att låna ut dessa 15 procent. I stället har vi sett att de personer som inte hittar en bostad om de inte kan köpa går till mindre aktörer och lånar till kontantinsatsen genom att ta blancolån.

Regleringar driver alltså på sidoeffekter. Den här grafen visar kreditutgivningen i Sverige. Det är årstakter. Ni ser det som är boende, det som är konsumtionskrediter och totalen. Det vi såg är att många hushåll passade på att låna innan amorteringskravet infördes i juni 2016, och sedan dämpades ökningstakten något. Vi såg sedan en kraftig ökning i konsumtionskrediter precis efter att amorteringskravet infördes. Jag säger inte att man kan göra en direkt analys och säga att det här är ett kausalt samband, men jag säger att Riksbanken kan bidra till en analys av den här typen av fenomen med de väldigt goda analysresurser som Riksbanken har.

Slutligen ska vi göra en liten historisk tillbakablick. Jag har tyvärr inte data 350 år tillbaka i tiden, men vi har för 200 år. Det här visar svensk ekonomi från 1820, detta för att visa de stora förändringar som ständigt sker i ekonomin och hur viktiga de är för en del av de svåra penningpolitiska frågor som Fredrik tog upp i slutet.

Vi har gått från att vara en jordbruksnation, där ungefär hälften av produktionen fanns inom jordbruk, och vi blev en industrination från mitten av 1800-talet. Industrin som andel av svensk ekonomi har dock börjat backa. Tänk er att ni står vid 1960 och ska göra en prognos på svensk industriproduktion. De flesta prognoser går tillbaka till att man följer trender, och om det avviker kommer man alltid att komma tillbaka till trendutvecklingen. Under många år hade man förmodligen gjort fel på den prognosen. Det var ett strukturellt skifte, och även om man, som Riksbanken gör, fokuserar på konjunkturprognoser behöver man ha en förståelse när det är stora strukturella förändringar i ekonomin.

Vad hände i Sverige? När vi blev rikare byggde vi upp en välfärdssektor, en offentlig sektor, men även den ökningstakten har avstannat. I dag går alltmer produktion mot tjänsterna. Jag skulle kunna diskutera många av de här sakerna länge, men att industrin minskar som andel av BNP betyder ju inte att industrin försvinner, utan det handlar om att en del av industrin i dag producerar tjänster. Det blir därför lätt att man misstolkar det här om man inte går in i detaljerna.

I dag är vi också inne i flera stora strukturella skiften som påverkar penningpolitiken. Ett sådant skifte är demografin. Riksbanken nämnde den långsiktiga nedgången i globala räntor. Det finns en bred diskussion internationellt om att vi går mot åldrande befolkningar och att det höga sparande som vi har haft när folk har sparat inför pensionerna kanske håller på att ändras. Det innebär att räntorna kanske ska börja gå upp igen på grund av demografiska faktorer. En sådan fråga påverkar penningpolitiken.

Digitalisering – jag föredrar egentligen tjänstefiering – av ekonomin är också en sådan fråga som kan påverka penningpolitiken. Det finns en diskussion om att e-handel, högre konkurrens och en förändrad arbetsmarknad påverkar lönebildningen som i sin tur kan spilla över på inflationen.

En tredje fråga som också är en global trend är klimatförändringar, men det finns också ett ökat fokus på att driva på mot en mer hållbar tillväxt. Man kanske kan tycka att klimatförändringar ligger ganska långt från Riksbankens mandat och kanske inte har någon större påverkan på penningpolitiken, men då tänker man lite kortsiktigt.

Det här är en studie från januari i år, där det står att det är en nödvändighet att förstå de ekonomiska konsekvenserna av klimatförändringar, framför allt för dem som jobbar med ekonomiska prognoser och modeller. Den här studien fortsätter med att säga att centralbanker behöver fokusera på klimatförändringar och politiken relaterad till klimatförändringar, eftersom det kan påverka deras möjligheter när det gäller de penningpolitiska målen och målen för finansiell stabilitet.

Det här är från Bank of England, ett staff working paper som kom ut i januari i år. Jag sökte egentligen efter ett tal av Mark Carney som är chef för Bank of England. Han har sedan flera år tillbaka lyft klimatförändringar och dess påverkan på finansiell stabilitet och hur det även kan påverka penningpolitiken. När jag sökte på ”klimat” på Bank of Englands hemsida fick jag 504 sökträffar. Jag kunde inte låta bli att göra samma sak på Riksbankens hemsida, och då hittade jag sju träffar, varav sex är relaterade till arbetsklimat och en träff rör en av forskarna på Riksbanken som tidigare, innan han kom till Riksbanken, skrev om klimatförändringar.

Jag vill poängtera att sökmotorer inte är perfekta, men kontrasten var lite väl stor.

Min poäng är att ekonomin alltid genomgår stora och omfattande strukturförändringar, och om vi ska förstå ett lågt inflationstryck, om vi ska förstå förändrade arbetsmarknader, om vi ska förstå de hot som finns mot finansiell stabilitet på sikt, då behöver vi även ha en fördjupad analys när det

gäller strukturförändringar, eftersom detta påverkar både kortsiktiga konjunkturprognoser och penningpolitisk måluppfyllelse, både på kort och på längre sikt.

För att sammanfatta: Måluppfyllelsen, alltså inflationen mätt som KPIF, har varit god. Jag måste också säga att jag tycker att det var rimligt att ändra från KPI till KPIF, som Riksbanken gjorde under förra året. Även förutsättningarna för att inflationen ska ligga kanske inte exakt på 2 procent men kring 2 procent är goda i närtid.

När det gäller kommunikationen skulle Riksbanken skapa trovärdighet genom att ha en långsiktig strategi i sin kommunikation. Under förra året blev det väldigt tydligt att man ändrade. Kronan är ett sådant exempel där kommunikationen har skapat trovärdighetsproblem, och nu pratar jag från ett marknadsperspektiv.

Slutligen när det gäller prognoser och ekonomiska analyser: Precis som Riksbanken säger är konjunkturprognoserna i stort sett lika bra som alla andra bedömares. När det gäller analyser tror jag dock att Riksbanken kan skapa mer trovärdighet genom att använda den fantastiska kompetens som finns inne på Riksbanken för att göra mer fördjupade analyser av de här stora och viktiga frågorna, varav Fredrik nämnde många i sitt tal.

Tack så mycket för att ni har lyssnat!

Ordföranden: Då ger vi direktionen möjlighet att kommentera kommentarerna. Vi börjar med Per Jansson.

Per Jansson, Riksbanken: Jag tänkte kommentera två saker i det som hittills har sagts. Den ena frågan har att göra med aspekter kring det här med att ta hänsyn till hushållens skulder i penningpolitiken, kanske en fråga som främst berör det som Fredrik tog upp. Den andra delen är hur man ska se på det variationsband som Riksbanken införde i september 2017. Anna tog inte upp variationsbandet explicit, men eftersom vi skulle vara lite fundamentalister och lite för mycket sträva efter precis 2 procent tycker jag ändå att frågan har att göra med synpunkter som hon framförde.

Fredrik argumenterade för ett brett perspektiv, som han kallar det, i penningpolitiken, och menar då att vi skulle få en bättre måluppfyllelse. Hans argument vilar på flera olika antaganden, varav två är rätt så viktiga. Det ena är att man inte tappar inflationen och inflationsförväntningarna när man bedriver den här något mindre expansiva politiken, och det andra är såklart att politiken är tillräckligt stram så att man får tydliga effekter på hushållens skulder. Båda de här två sakerna måste man klara.

Jag tycker egentligen inte att Fredrik går in så mycket på svårigheterna i att få ihop det här, utan det blir liksom bara så givet att man för den här något mindre expansiva penningpolitiken, som han uttrycker det. Jag ser dock från min sida betydande svårigheter med att just klara av de här två sakerna samtidigt, och det är där jag vill lägga in några kommentarer.

I Sverige har vi under lång tid haft en situation där huspriserna har ökat mycket snabbt, kanske 10–15 procent per år. Bankerna har tjänat rejält med pengar på att låna ut till de här husköpen, och amorteringar på lån har varit mycket små.

I en sådan här miljö när det ger stora kapitalvinster att köpa bostäder och det finns få likviditetsbegränsningar för att göra dessa köp är det inte så konstigt att det behövs en ganska hög ränta för att bryta den här utvecklingen. Den här höga räntan skulle inte bara bryta den utvecklingen utan den skulle också ge rätt så stora negativa sidoeffekter, tror jag, i termer av lägre tillväxt, högre arbetslöshet och lägre inflation och förstås också inflationsförväntningar. Jag har tidigare i något sammanhang jämfört det här med att ansa blomrabatter med en gräsklippare. Man blir av med ogräset men också alla fina blommor.

Men hur är det då med alternativet att hålla reporäntan lite högre? Kan inte det ge effekter i önskvärd riktning? Detta är något som vi testade för ett antal år sedan – jag tror att också Fredrik var inne på det – men framgångarna av den politiken var begränsade. Vi fick också, som jag är säker på att många kommer ihåg, rätt så mycket kritik för våra försök att något bidra till att dämpa riskerna med hushållens skulder.

Det som framför allt gjorde att vi fick överge den där strategin, så som jag ser det, var ju att vi hamnade i ett läge där inflationen hade varit låg under lång tid och det började spilla över till förtroendeproblem för inflationsmålet, som ju Stefan också var inne på. Det blev ganska kritiskt framför allt under 2014 och 2015 när förtroendemåten på inflationsmålet började närma sig 1,5 procent i snabb takt. Även om Riksbanken får fem år på sig att reparera inflationsbilden kommer man inte att lyckas med det, utan inflationsförväntningarna ligger runt 1,5 procent. Då är det svårt att prata om att det finns trovärdighet för inflationsmålet.

Under den här tiden fick vi också ganska tydliga signaler från arbetsmarknadens parter om att man inte längre ansåg att inflationsmålet var användbart vid lönebildningen. Det var inte bara mätningarna på långsiktiga inflationsförväntningar som gav det beskedet utan också i vidare mening. Vid den här tiden sänkte ECB sin styrränta till att bli negativ och lanserade ett mycket stort paket för köp av värdepapper inom eurozonen. I det läget var vår bedömning att vi inte hade något annat val än att helt och hållet satsa på att försöka rädda inflationsmålet.

Sedan tycker jag att man i den här diskussionen måste fundera på och ställa sig frågan om det över huvud taget är lämpligt att adressera hushållens skuldsättning med en högre reporänta. Under de senaste 20 åren har skillnaden mellan styrräntan i Tyskland och i Sverige varit liten. Det har funnits skillnader men aldrig större än en procentenhet, och för det mesta har skillnaden varit mycket mindre än så.

Men tittar man på prisutvecklingen på bostäder i Sverige och i Tyskland under den här perioden är det en dramatisk skillnad. I Sverige har husprisökningarna sedan 2000 varit mer än 200 procent medan de i Tyskland

har varit knappt 40 procent. Det här visar att man med i princip samma styrränta kan få en helt annan utveckling på bostadspriser, om man har andra strukturer på bostadsmarknaden. Min slutsats av det här blir ju att det är vettigare att satsa på att förbättra dessa strukturer och inte straffa hela ekonomin med en hög ränta som lösning på problemet.

Sedan går jag över till frågan om variationsband runt inflationsmålet. I september 2017 lade vi till variationsbandet om en procentenhet uppåt och nedåt runt inflationsmålet på 2 procent. En anledning till att jag vill kommentera det är att Fredrik tog in det här som en komponent i Riksbankens inflationsmål. Han sa att det var 2 procent plus minus 1 procentenhet som är målet. Det förs också en diskussion om att det här skulle ge oss ökad flexibilitet.

När vi införde variationsbandet var vi väldigt noga med att förklara att det inte är ett målintervall, utan att vi siktar alltså på 2 procent, men tanken är att det ska bidra till att illustrera att det är svårt att klara 2 procent, även om man gör sitt bästa för att klara det. För att vara lite övertydlig ändrade vi också namn och kallade det inte för toleransintervall som det hette tidigare utan vi kallade det för just variationsband. Tanken var ju att vi skulle visa att detta inte var någonting som skulle tolereras, utan det var snarare ett sätt att illustrera osäkerhet.

Det kanske viktigaste skälet till att det inte är ett målintervall, som jag ser det, är att det skulle få rätt så dramatiska konsekvenser på lönebildningen. En betydligt mer stabil lönebildning är ju – jämfört med 70- och 80-talen – den största vinsten med inflationsmålspolitiken, tycker jag. Förr fick man lägga ned betydande tid i löneförhandlingarna på att förhandla om antagandet för den framtida inflationen. Med ett trovärdigt inflationsmål klarar man av detta på några sekunder, om man tror på 2 procent. Ibland blir det lite högre, ibland lite lägre, men genomsnittet är 2 procent. Sedan kan man i stället gå vidare och förhandla om andra viktiga saker i lönebildningen.

Skulle vi nu i stället införa ett målintervall – som Fredriks framställning tyder på att vi redan har, vilket vi inte har – på 1–3 procent skulle ju förutsättningarna för lönebildningen kullkastas rejält, som jag ser det. Om lönerna till exempel skulle förhandlas över en treårsperiod och man jämför med 1 eller 3 procent skulle skillnaden i konkurrenskraft och köpkraft bli 6 procent. Det tror jag skulle försvåra lönebildningen betydligt. Alla vinster med ökad flexibilitet måste då vägas mot den här, som jag menar, rätt så stora kostnaden.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: Jag tänkte göra två kommentarer, dels om måluppfyllelsen, dels om Anna Bremans förslag när det gäller analysområden som Riksbanken borde titta närmare på.

När det gäller måluppfyllelsen är det ofta en synpunkt om att Riksbanken är alldeles för fokuserad på detaljer. Detta med att ha en inflation som ligger

på 1,7–1,8 procent, är det inte good enough? Varför ska vi hålla på med dessa tiondelar?

Jag vill beskriva det som att vi helt enkelt är noga med tiondelar. Vi är inte bara noga med helheten i den svenska ekonomiska utvecklingen, vi bryr oss också om detaljerna. Det strukturerar vårt eget arbete och inte minst ska det möjliggöra en extern granskning av vårt arbete.

Jag tror att kritiken mot att vi fokuserar på detaljerna i vårt arbete handlar nog mera om en önskan att påbörja räntehöjningar. Vi touchade på 2-procentsmålet i fjol, och nu är det dags att komma ur minusräntorna. Så brukar det ofta låta.

Men då är direktionens majoritet av den uppfattningen att det ännu inte är moget att påbörja en sådan resa. Vi vet alla att det har tagit längre tid och krävs mer stimulanser än vad någon hade föreställt sig för att stabilisera inflationen och därmed få tillbaka inflationsförväntningarna nära målet.

Vi vill inte riskera det som har åstadkommit, utan vi vill nu hålla en stabil inflation så pass mycket att inflationsförväntningarna är förankrade. De som vill att vi ska ta lite mer risker verkar inte tycka att det spelar så stor roll om det skulle bli en lite för låg inflation, att den fastnar på för låg nivå. Men låt mig då säga att en sådan situation skulle vara ett väldigt dåligt utgångsläge vid framtida lågkonjunkturer. Har inflationen lagt sig på för låg nivå innebär det till att börja med en ökad risk för deflation, vilket definitivt skulle vara väldigt allvarligt i en framtida lågkonjunktur. Men även om det inte behöver gå så illa vet vi att en för låg inflation försvårar lönebildningen. Det blir inte på samma sätt som vid en väl fungerande inflationsmålsregim då det underlättar för reallöneökningar mellan branscher och olika personer i ett företag.

En inflation som fastnar på för låg nivå är i förlängningen dåligt, och det får ekonomin att fungera sämre. Det leder till högre arbetslöshet och sämre produktivitet.

När det sedan gäller Anna Bremans förslag till analysområden har hon naturligtvis helt rätt i att det ingår i vårt uppdrag att förstå omvärldens förändringar. Man ska komma ihåg att Riksbanken sett till svensk BNP och till antal anställda är en väldigt liten centralbank. Vi vill ha det så, vi tror att det är ett effektivt sätt att arbeta på. Vi väljer noga vad vi lägger vårt analyskrut på.

När det gäller digitaliseringsfrågorna hade vi så tidigt som 2015 en fördjupning i den mest prominenta analysprodukt som vi har, nämligen den penningpolitiska rapporten. Vi har också ett antal fördjupade frågor i Riksbankens återkommande företagsintervjuer kring hur affärsmodellerna i näringslivet och prissättningen förändrats av den nya tekniken.

Beträffande demografi är det en återkommande diskussion, men senast i fördjupningen om den långsiktiga jämviktsräntenivån i februari 2017 var det här en viktig fråga.

När det gäller klimat och hållbarhet var det en slagkraftig parallell som Anna gjorde till Bank of Englands hemsida jämfört med vår hemsida. Men jag tycker inte att parallellen är helt korrekt. Man ska komma ihåg att Bank of

England har, förutom att man är centralbank precis som Riksbanken, ansvaret för mikrotillsyn, för makrotillsyn och för konsumentskyddet.

Går man in på Finansinspektionens hemsida så hittar man en hel del i de här frågorna. Det ska inte ses som en uppfattning att dessa frågor inte är viktiga också för en centralbank. Riksbankens forskningsenhet har bland många olika intressanta projekt ett forskningsprojekt som bland annat tittar på hur marknader svarar på en utveckling med bristande naturresurser.

Forskning pågår. Så här långt följer direktionen med i den internationella forskningen och i policydebatten. Vi får nog också anledning att göra det också mera externt.

Ordföranden: Då har ledamöterna möjlighet att ställa frågor. Jag tänkte börja med att själv ställa en fråga. Med den här inledningen har vi fått en väldigt bred diskussion om penningpolitiken som är väldigt bra. Jag vill smalna in detta utifrån denna breda exposé och fokusera på valutakursen som med tiden har blivit en allt viktigare kanal för penningpolitiken. I redogörelsen poängterar Riksbankens direktion att tidigare kronförsvagningar också är en orsak till att inflationen har blivit högre.

Det finns också en graf som visar att de prognoser som Riksbanken har gjort kanske inte alltid har stämt överens med det som sedan har blivit verklighet. Kronan har försvagats mer medan Riksbanken oftast har talat om att kronan inte ska förstärkas alltför snabbt. Jag vill fråga hur ni ser på det. Vad beror det på att det inte har gått åt det hållet, att kronan har stärkts, utan att den snarare har fortsatt försvagats och försvagats kraftigare än i prognoserna? Ser ni detta som temporärt och beroende på er penningpolitik, eller finns det några andra mer permanenta inslag som gör att kronan över längre tid borde vara svagare? Det var min fråga.

Elisabeth Svantesson (M): Tack för många bra inlägg! Jag tycker att det är bra att vi har en mer öppen diskussion om Riksbanken och penningpolitiken. Jag vill först och främst hänga på Fredriks fråga och ställa en rak fråga om kronförsvagningen. Är det någon i direktionen som ser det som ett problem att kronan är så pass svag som den är? Väger ni in det i penningpolitiken? Om det är någon i direktionen som har en mening som sticker ut vore det trevligt att höra.

Sedan har jag en annan fråga. När Riksbanken 25 år tillbaka i tiden annonserade inflationsmålet var ju tanken att prisstabilitet skulle motverka godtycklig inkomst- och förmögenhetsfördelning. Den låga räntan under de senaste åren har drivit på en viss godtycklighet, tycker jag, när det gäller den här fördelningen, det vill säga mellan dem som äger ett boende och dem som inte gör det. Hur ser ni på det? Hur tänker ni kring det? Bedömer ni att effekten låg arbetslöshet väger upp detta? Eller ser ni det som ett problem när Riksbanken annonserade detta 1993?

Dennis Dioukarev (SD): Herr ordförande! Jag har en fråga gällande det variationsband som infördes i september 2017. Då skickade ni ut en pm till organisationer och myndigheter där ni förklarade de föreslagna förändringarna. Jag kommer ihåg de diskussioner som föranleddes av detta där ni kritiserades av olika remissinstanser som menade att 2 procent var ett väldefinierat och tydligt mål. Man menade då att förändringar i målformuleringen endast skulle resultera i osäkerhet kring målet och försvåra er kommunikation. Nu har det gått åtta månader, så jag undrar hur ni upplever att det här har mottagits och om det har inneburit några utmaningar i er kommunikation.

Min andra fråga är hur Riksbanken i sitt beslut att byta målvariabel och införa ett variationsband har värderat det mandat som tilldelats Riksbankskommittén som i sitt uppdrag ska föreslå eventuella förändringar av just samma karaktär.

Henry Ohlsson, Riksbanken: För ett år sedan höll jag ett tal om penningpolitikens fördelningseffekter. Med hjälp av goda medarbetare hade vi studerat frågan: Vad innebär den expansiva penningpolitiken såsom Riksbanken har bedrivit den för fördelningen? Vi fann då två viktiga effekter. Den första var att tillgångspriser stiger. Vi vet att tillgångar är ojämnt fördelade i vårt samhälle.

Men å andra sidan hade den expansiva penningpolitiken drivit ned arbetslösheten, och detta var en motverkande effekt. När det gäller de två effekterna tillsammans var det vår bedömning att det inte fanns några viktiga fördelningseffekter av penningpolitiken. Det fanns två motverkande effekter.

Liknande resultat har man funnit i andra länder. Till exempel tyska Bundesbank har gjort en liknande studie.

Vid det penningpolitiska mötet i februari avvek jag från majoriteten. Jag tyckte att vi skulle höja reporäntan. Ett av mina skäl till att jag gjorde den bedömningen var att jag fann att den motverkande effekten på arbetslösheten inte längre fanns där. Min bedömning då var att arbetslösheten hade bottnat. En fortsatt expansiv penningpolitik skulle innebära att tillgångspriserna skulle stiga medan arbetslösheten inte längre skulle gå ned. Den här förändringen var ett av de avgörande skälen för mitt ställningstagande vid det tillfället.

Det viktigaste skälet var att jag då gjorde den bedömningen att måluppfyllelsen är god. Vi ligger på inflationsmålet i dag, och det har vi gjort under ett år och mer därtill. Resultatet för 2017 är att vi då låg på målet. Vidare har inflationsförväntningarna under väldigt lång tid legat kring 2 procent med någon tiondel hit eller dit.

Det är mitt svar på den fråga som du ställde, Elisabeth.

Stefan Ingves, Riksbanken: Tack för frågorna! Vi är här för att prata om penningpolitiken 2017, men ändå kommer vi in på växelkursen i dag. Låt mig göra ett försök när det gäller den frågan.

När vi har gjort våra växelkursprognoser har vi alltid sagt att det är otroligt svårt att göra växelkursprognoser på kort sikt. Sannolikheten för att dessa prognoser inte slår in är väldigt stor. Det är många olika slumpmässiga faktorer som spelar roll för växelkursen på kort sikt.

I dagsläget har vi en värld där penningpolitiken bland de stora centralbankerna drar åt olika håll. Då kan man förvänta sig en ökad osäkerhet, en ökad volatilitet, på många olika marknader. Det intryck som jag har är att den svenska kronan är en liten valuta. Då får man räkna med att det svänger mer än vad det gör annars under tider av osäkerhet som kommer utifrån. Det är ungefär så det ser ut i dagsläget.

Samtidigt tycker vi att det är rimligt att anta – vilket vi i och för sig har gjort under lång tid – att växelkursen så småningom stärks och att det här är någonting temporärt. Det brukar ändå vara så att för ett land, där det går bra i förhållande till andra länder, är det vad som brukar inträffa.

Med det som bakgrund, om jag talar för mig själv och ingen annan, tycker jag att växelkursen i dagsläget inte är något problem. Vi har en flytande växelkurs, en flytande krona. Då får man räkna med att det svänger en del över tiden. Det är klart att det finns någonstans någon växelkurs som kan leda till problem om kronan stärks alldeles för fort. Men det finns naturligtvis ett läge åt andra hållet där det kan bli ett bekymmer. Men där är vi inte i dag.

När det gäller frågan om variationsband och hur det har fungerat tycker jag att det i det stora hela har fungerat väl. Diskussionen har hela tiden rört sig kring frågeställningen. Även om vi har ett inflationsmål på 2 procent är osäkerheten om den allmänna ekonomiska utvecklingen sådan att man inte kan räkna med att vi hamnar på 2 procent, även om vi stiger upp varje morgon och siktar mot 2 procent.

Då har vi tyckt att det på något sätt är lämpligt att illustrera detta för att beskriva ungefärligen över tiden var vi hamnar. Efter att vi genomförde dessa förändringar kan jag inte dra mig till minnes att vi hade någon större diskussion om den frågan eller något bekymmer med den. I det stora hela tycker jag att det har fungerat väl.

Frågan om mandat är ytterst en politisk fråga hur man fastställer det mandat som Riksbanken ska eller bör ha för målet för penningpolitiken. Så det är en öppen fråga. Vi får se vad utredningen kommer fram till.

Nu lever vi i en värld där ingenting av det maskineri som vi använder i dag fanns tillgängligt 1993–1994 när nuvarande regim växte fram. Då fick man laga efter läge, det vill säga Riksbanken anger ett inflationsmål på 2 procent och riksdagen har ställt sig bakom detta vid ett stort antal tillfällen. Det har fungerat, men det går säkert också att göra det på en lång rad andra olika sätt.

Ordföranden: Jag vill poängtera att frågeställningen om valutakursen hängde ihop med det som Riksbanken skriver på s. 28 i sin redogörelse för penningpolitiken 2017. Det finns naturligtvis aktuella kopplingar till den frågan, men det har verkligen med saken att göra.

Janine Alm Ericson (MP): Tack för bra redogörelser och diskussion! Klimatfrågan har varit uppe lite tidigare, vilket är glädjande. 2017 var det första året som klimatavtalet från Paris gällde även i Sverige, och det är ett mål som riksdagen har ställt sig bakom.

Jag hade kanske därför hoppats och förväntat mig att det skulle finnas åtminstone någon liten passus i redogörelsen om hur Riksbanken ser på till exempel hur tillgångarna påverkar klimatet. Vi ser andra aktörer – pensionsfonder och stora finansiella institut – som har ett ökat fokus på hur just innehav påverkar klimatet och vad man kan göra för att minska den påverkan. Som vi vet innefattar ju penningpolitiken i dag stora tillgångsköp.

Min fråga är om och i så fall på vilket sätt Riksbanken följer upp den klimatpåverkan som kan kopplas till tillgångarna.

Emil Källström (C): Jag funderar på detta med folklig förankring av penningpolitiken. Riksbanken har vid ett flertal samlingar, såsom denna, poängterat att det folkliga förtroendet bland hushåll och företag för inflationsmålet har stärkts, eller är fortsatt starkt.

Jag tycker att det är klokt att så att säga ha ögonen på den bollen, men det har ju också bäring på andra saker som har diskuterats här i dag. Det gäller valutakursen, och det är klart att många hushåll som reser på sommarsemester kan konstatera att man får mindre än tidigare när man ska växla in sina kronor. Hur lilar det med att vi får höra att det går bra för Sverige?

Min fråga handlar framför allt om det som togs upp av Fredrik Andersson angående var gränsen för den expansiva penningpolitiken egentligen går. Jag skulle vilja ha ett svar från direktionen om hur man ser på den frågan.

Det finns ju en gräns då minusräntor och så vidare helt enkelt krockar med att det inte finns en folklig acceptans för att man måste betala för att ha sina pengar insatta på bankkonto. Är vi inte ganska nära den gränsen redan nu under pågående högkonjunktur? I så fall: Vad innebär det för hur man möter en nedgång som man möjligen ser tidiga tecken på redan?

De penningpolitiska övervägandena i relation till folklig förankring och acceptans är det som jag funderar kring.

Håkan Svenneling (V): Tack för spännande dragningar och diskussioner! Jag tycker att det har varit väldigt spännigt. Vi i arbetsgruppen som tog fram förslaget att vi skulle ha den här utfrågningen är nöjda med att det här var vad vi förväntade oss. Vi ville samla hela direktionen och få lite mothugg mellan olika kombattanter.

Jag funderar på den expansiva penningpolitiken som har varit upp till diskussioner. Anna Breman var inne på förtroendet för att man nu skjuter fram räntebanan trots att den har legat stilla så länge. Det skulle kunna påverka förtroendet. Det har också funnits lite skillnader inom direktionen kring den väldigt expansiva penningpolitiken. Det är ett av skälen till att vi i den här

utfrågningen har samlat hela direktionen i stället för Ingves med någon ytterligare vice riksbankschef, som vi har på andra utfrågningar.

Vad består skillnaderna av i dag i den expansiva penningpolitiken? Hur stora är skillnaderna? Skulle ni påstå att ni har en stor samsyn eller har ni stora olikheter i hur ni ser på den expansiva penningpolitiken?

Min andra fundering gäller detta med att inflationsmålet är ifrågasatt. Ingves gjorde en historisk tillbakablick och visade på sex olika artiklar. Jag tog fram ett förstoringsglas och tittade på vilka avsändarna till de olika artiklarna var. Tre av de sex bilderna visade att det var arbetsgiversidan som ifrågasatte inflationen och inflationsmålet. Det finns såklart en grund för att arbetsgivare ifrågasätter inflationsmålet genom att man vill ha så låga löner som möjligt för arbetstagarna.

Är det någon annan sida eller några andra parter som har ifrågasatt inflationsmålet än arbetsgiversidan?

Martin Flodén, Riksbanken: Jag kan svara på några av frågorna. Detta med förtroende och framskjutna räntebanor är svaret till både Håkan och Anna Breman.

Som Anna Breman lyfte fram i sin kommentar höll vi fast vid en snarlik kommunikation på ett penningpolitiskt plan under hela 2017 och från hösten 2016. Man kan säga att vi fortfarande har ungefär samma plan. Vid det senaste mötet gjorde vi – enligt vad jag tycker – en ganska liten förändring i den penningpolitiska planen.

Under 2017 började ju marknaden, som Anna påpekade, mer och mer tro på oss. Förväntningarna förändrades ganska kraftigt utan att vi förändrade vår kommunikation. Nu när vi har förändrat planerna lite grann har det också kommit stora marknadsreaktioner redan innan vi ändrade vår kommunikation. Det är mer förväntningarna som har ändrats. Nu är det många som tror att vi inte kommer att höja räntan.

Vår kommunikation nu är att vi kommer att höja reporäntan under slutet av året, 2018, medan många på marknaden tror att vi kommer att höja betydligt senare.

Skiftningarna i förväntningarna kan hänga ihop med att vi har varit otydliga i vår kommunikation. Det är en möjlig tolkning. En annan tolkning är att marknaden reagerar väldigt kraftigt på små förändringar i vår kommunikation. Det här är förmodligen en av flera faktorer som har bidragit till marknadsrörelserna under 2017 och även under senare tid.

Håkan Svenneling frågade om skillnader i direktionen. Jag tillhör dem som har reserverat sig mot flera av besluten 2017. Jag har reserverat mig fyra gånger. Men i stora drag håller jag med om den penningpolitiska plan som vi har formulerat och som har kommunicerats i dag. Det finns inga stora skillnader bakom det. I grova drag behövs den penningpolitik som har förts. Sedan kan man på marginalen ha synpunkter, och det är ganska naturligt när

man är i ett så speciellt läge som vi är. Man tycker att några av besluten kanske kunde ha utformats på ett annat sätt.

Henry Ohlsson, Riksbanken: Min syn på åsiktsskillnader i direktionen är ungefär följande. Vi är sex personer i direktionen därför att vi ska representera olika erfarenheter, olika kunskaper och olika värderingar. Det är ju poängen med att ha mer än en i direktionen. I den meningen är det inte konstigt att vi tycker olika vid olika tillfällen. Det följer ju egentligen av konstruktionen.

Jag betraktar det som min uppgift och mitt uppdrag att göra min egen bedömning av situationen i svensk ekonomi och dra mina egna slutsatser av hur jag tycker att penningpolitiken ska utformas. Jag tänker inte recensera mina kollegor. De får tala för sig. Jag gör mina ställningstaganden.

Vid de två senaste penningpolitiska mötena har jag tyckt att vi borde höja reporäntan, det har inte de andra tyckt. Där är skillnaden väldigt tydlig.

Sedan kan jag ju säga att jag kommer efter Martin när det gäller att reservera sig – jag reserverade mig bara tre gånger under 2017, inte fyra.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: När vi ändå pratar reservationer är jag väl uppe på en för 2017. Å andra sidan är jag väl den som reserverat mig mest när det gäller de nya obligationsköpen. Den sista tredjedelen, alltså de beslut som fattats från april 2016 och framåt, har jag reserverat mig mot. Jag tyckte att det var tillräcklig expansion för att komma tillbaka till målet redan då.

Men jag kan bara ansluta mig till det mina kollegor säger – att det här handlar om, med mina ord, gradskillnader snarare än artskillnader. Vi har varit överens om den övergripande strategin att vi måste tillbaka till förankrade förväntningar kring 2 procent. Sedan har vi haft lite olika, vad ska jag kalla det, risktolerans för hur snabbt detta skulle kunna ske.

Några kommentarer. Janine Alm Ericson lyfte fram det här med klimatavtalet och ökat fokus på kapitalförvaltares klimatinvesteringar. Det är en viktig fråga, men jag vill återigen hänvisa till att det här är frågor som mer gäller Finansinspektionens uppdrag. Vad jag vet är det Finansinspektionen som representerar Sverige i det som kallas Network for greening the financial system. Återigen: Vi har forskningsarbeten igång, men vi har ännu inte riktigt fått in det i våra policydiskussioner.

Emil Källström tar upp en viktig fråga om allmänhetens förtroende – att det är viktigt att det förblir högt. Vi tror ju att vårt bästa bidrag till en stabil och god samhällsekonomisk utveckling är en inflation och inflationsförväntningar som är förankrade och stabila. Från tid till annan kan det vara jobbigt i privat-ekonomin när det blir dyrt på utlandsresan, men om helheten är en stabil inflation för så att säga folkhushållen tror vi ändå att det är det bästa bidraget.

Håkan Svenneling nämnde förtroendet för inflationsmålet. Vi tog det på stort allvar när det var ett ganska kraftigt ifrågasättande av vår förmåga att återställa förtroendet. Man kan ju titta på olika typer av inflationsmätningar. Det var inte bara näringslivet och arbetsgivarsidan utan industrin,

inköpscheferna där, och finansmarknadens aktörer i fråga om prissättning som gjorde vad de trodde var en rimlig bedömning då. Men vi var uthålliga, och så småningom fick vi inflationen dit vi ville.

Kerstin af Jochnick, Riksbanken: Jag har inte reserverat mig under förra året, men jag tänker ändå att det är viktigt att säga någonting om utvecklingen och hur vi sett på detta.

Det är viktigt att vi ser på Sverige. Vi är ett litet land med en egen valuta. Globalt sett har vi haft fallande räntor under en lång period, och de flesta centralbanker bedriver en mycket expansiv penningpolitik. Vi kan självklart vara oberoende av andra, men vi kan inte vara hur oberoende som helst. Vi är också beroende av vad som händer i omvärlden. Därför blir penningpolitiken också i Sverige mycket expansiv i det här läget, och det har många olika förklaringsfaktorer.

Att det finns åsiktsskillnader i direktionen tycker jag ändå är ganska sunt. Vi är sex personer, och det vore ganska konstigt om vi inte hade lite olika synpunkter. Men sammantaget har vi ändå varit för en mycket expansiv penningpolitik, och jag skulle vilja säga att det finns ett brett stöd för den politik vi fört och de bedömningar och prognoser vi gjort under senare år.

När det gäller Cecilias svar till Janine Alm Ericson om vad vi gör på klimatområdet vill jag bara lägga till att vi har en stor portfölj, det är helt klart, och en investeringspolicy för i vilka papper Riksbanken ska placera. I det sammanhanget pågår en ganska stor översyn av vår investeringspolicy där vi kommer att beakta det man kan förvänta sig att centralbanker ska beakta när det gäller klimatfrågor, så vi kan återkomma till den frågan och se hur långt vi kommer.

Per Jansson, Riksbanken: Jag tror att frågan som ingen svarade på var Emils lätta fråga om var gränsen går för den expansiva politiken. Det är såklart en jätteviktig fråga, och jag tänkte försöka säga något om den.

Generellt sett är vår analys att det såklart finns en gräns. Vi kan inte sätta räntan hur lågt som helst, och man kan inte köpa oändligt mycket tillgångar. Men vi tror inte att den gränsen är nådd riktigt än.

Den modell man måste ha när man är ute på det här sättet på ett område där vi så att säga inte har några tidigare erfarenheter är att testa sig fram gradvis, att ta ett steg och sedan utvärdera hur det faller ut – om man tycker att fördelarna överväger nackdelarna. Det är så jag uppfattar att vi har jobbat hela tiden sedan vi började med negativ ränta och köp av statspapper.

Med det sagt är ju vår förhoppning att nästa steg ska vara åt andra hållet. Diskussionen som nu förs handlar ju om när det blir lämpligt att göra en första höjning av reporäntan. Det är den diskussionen vi sitter i nu med förväntningar om att den ekonomiska utvecklingen ska vara ganska god under de kommande åren – och vi är inte ensamma om att ha den bilden, utan det är en bild som delas av i princip alla prognosmakare. Den sämsta BNP-prognos jag kunnat

hitta ett par år ut ligger på 1,5 procent, som ju fortfarande är en inte alltför dålig tillväxttakt.

När det gäller olika sidoeffekter man kan få är en aspekt som kommit upp i flera inlägg här detta med negativa inlåningsräntor för hushåll. Det är en aspekt vi har funderat mycket på.

Är man teknisk skulle man kunna säga att det här är jättebra; det är som det ska vara i transmissionsmekanismen, och det förstärker den. Men jag håller ju med om att det förmodligen skulle föra in en helt ny dimension i diskussionen om penningpolitiken som skulle vara åt det sämre hållet. Förståelsen för att man får betala för sina sparpengar är nog inte riktigt där, skulle jag tro, oavsett hur mycket vi försöker förklara att det är bra för transmissionsmekanismen.

Dessbättre är det väl så att det även är någonting som inte vore så bra för bankerna, för de har samma problematik. Det kanske till och med blir så att bankerna träffas först, innan vi träffas, om det skulle hända. Jag uppfattar ändå att med de goda vinster och den lönsamhet som finns i banksektorn är det inte jättenära förestående. Det är min bild.

När det gäller valutan har vi en liknande fråga: Kan valutan bli för svag? Nu har den ju försvagats mycket, och det är klart att det måste diskuteras och uppmärksammas.

I den mån det rör sig om en försvagning som avviker från det vi har väntat oss, så som det nu ser ut att göra, är det någonting vi kommer att ta in framöver. Vi kan behöva justera valutaprognosen men även andra prognoser som en följd av detta, eventuellt också penningpolitiken. Det går ju åt båda håll där. Det får vi se när vi sitter här framöver och konsoliderar läget när det gäller kronan.

En grej tycker jag ändå är viktig att lyfta fram här: Man kan ha massor av olika idéer om vad det är som driver kronan, men jag tror att det är ganska okej att säga att det inte har skett någon stor strukturell försämring av Sverige sedan februari, sedan den påtagliga försvagningen inleddes.

Vi har ordning och reda när det gäller ekonomin, tycker jag. Tillväxten ser bra ut. Vi har sunda offentliga finanser och god konkurrenskraft. Förtroendemått som långa räntedifferenser mot Tyskland är nere på jättelåga nivåer – det är kanske 15 punkter eller något liknande. Det finns alltså ingenting som tyder på att det här skulle drivas av något slags förtroendepremier eller sådant. Det tycker jag är betryggande, och det stärker idén att det huvudsakligen bör vara en tillfällig svängning även om det kan vara så att vi var lite för optimistiska, eller hur man vill uttrycka det, om när det här ska falla ur. Vi har en ganska snabb förstärkning i vår bedömning. Det kan vara någonting vi så att säga får putsa på.

Att tala om en skvalpvaluta, som vi gjorde på 70- och 80-talen, tycker jag ändå är att gå lite långt. Då var problemen mycket att vi hade grundläggande förtroendebrister i Sverige, och det var det som påverkade kronans växelkurs. Det läget tycker jag inte att vi har i dag.

Anna Breman, Swedbank: Tack för era svar! Jag har några korta kommentarer.

Varken jag eller Fredrik nämnde variationsband. Det var tidsaspekten som gjorde det. Som jag sa tycker jag att det var rimligt att gå från KPI till KPIF. Däremot tycker jag inte att det var nödvändigt att införa ett variationsband.

Jag går tillbaka till mina kommentarer om kommunikation. Det blir svårt när man samtidigt inför ett variationsband för att poängtera att det alltid kommer att vara slumpmässiga faktorer som gör att inflationen varierar från månad till månad. Det kan vara kraftiga variationer – det kan vara vädereffekter, det kan vara att SCB lägger om sin statistik för hur man räknar flygresor, det kan vara grönsakspriser i Spanien. Det är alltid slumpmässiga faktorer som gör att inflationen kommer att avvika från prognoserna.

Att man inför ett variationsband för att betona detta samtidigt som man i protokollen och kommunikationen framhäver tiondelarna och ibland till och med hundradelarna, det blir svårt för marknaden att förstå. Jag tycker att man antingen kunde ha avstått från att ta tillbaka ett variationsband eller ... Man kan inte göra både och. Det försvårar kommunikationen att göra så.

Det andra som jag vill nämna är Cecilias svar när det gäller analysen. Jag vill betona att Riksbanken har oerhört goda resurser för att göra de här analyserna. Riksbanken har en kompetent och månghövdad personal, och svaren man ofta får från Riksbanken är att ”vi tittar på det här och återkommer”. Men för att bygga trovärdighet gentemot marknad och allmänhet tror jag att man behöver vara lite snabbare med de här frågorna.

För att ta klimatfrågan som exempel har Mark Carney pratat om detta i tre fyra år. Det handlar inte om att Riksbanken inte har mandat för finansiell stabilitet på samma sätt som Bank of England. Det handlar om impulser som påverkar inflationen på sikt, när förnybar energi faktiskt har noll i marginalkostnader. Det handlar om risker för den ekonomiska utvecklingen som påverkar tillväxt. Flera centralbankschefer var ute för bara några veckor sedan och talade om att man behöver stresstester som är klimatrelaterade när man tittar på bankernas portföljer. Det är inte bara Mark Carney.

Jag tror att Riksbanken skulle kunna bygga trovärdighet genom att leda och vara tidig i den här typen av analyser i stället för att avvakta och komma senare.

Fredrik NG Andersson, Lunds universitet: Jag vill ta upp tre saker från kommentarerna på min presentation.

En sak som man ofta får höra från Riksbanken när man talar om bostadsmarknaden är att i Tyskland går det bra. Grattis, Tyskland! Ni har en mycket bättre bostadsmarknad än vi har i Sverige. Men vi får ju acceptera den marknad vi har. Vi kan inte bara sitta och hoppas att det ska vara som i Tyskland. Penningpolitiken får acceptera att bostadsmarknaden ser ut som den gör i Sverige och inrätta sig efter det.

I Storbritannien ligger finansiell stabilitet på Bank of England. Den har två råd, ett för penningpolitiken och ett för finansiell stabilitet. Varje år skriver finansministern ett brev som talar om vad uppdraget är för dessa två råd, och

i det brevet står det att man ska respektera varandra. Jag tror att det blir svårt att bara använda Finansinspektionen till att hantera den finansiella stabilitetssidan när Riksbanken går på så.

Jag sa inte att inflationen skulle bli 2,0 procent om man höll igen lite grann. Jag tror att den blir lägre, men jag tror att man klarar av att den blir lite lägre, och jag tror inte att svensk lönebildning kollapsar om man siktar på lite lägre inflation och talar om att man gör det och *varför* man gör det. Jag tror faktiskt att människor är lite mer intelligenta än så.

Cecilia sa att Riksbanken är noggrann och därför tittar på tiondelar. Det är ju bra, men vi ska komma ihåg att enligt Statistiska centralbyrån finns det ett urvalsfel i KPI – man mäter priser bara i vissa butiker, inte i alla – som är $\pm 0,3$ procentenheter.

År 2005 gjorde man en metodförändring i KPI: Man ändrade hur man räknar vikten för egnahem. Det sänkte den genomsnittliga inflationstakten mellan 1997 och 2005 med fyra tiondelar. Mätningarna här är alltså mycket osäkra – 0,4 procentenheter här och 0,3 procentenheter där. Snart har vi en hel procent-enhet. Det är väldigt osäkert i inflationen vad siffrorna faktiskt visar, och det får man ta i beaktande i politiken.

Ordföranden: Jag vet att det finns personer i direktionen som gärna vill svara på det här, men vi slänger in några av ledamöternas frågor också.

Mats Persson (L): Även jag vill ställa en fråga relaterad till växelkursen men kanske med ett lite annat perspektiv än det som både direktionen och frågorna haft.

Under 2016 och 2017 har det varit en medveten politik från Riksbankens sida att via räntevapnet försöka importera inflation och på det sättet påverka växelkursen. Det får man ju säga att ni har lyckats väl med – både att påverka växelkursen och att i någon mening importera inflation.

Några av frågorna har handlat om den dagsaktuella växelkurssiffran. Den är jag inte så intresserad av. Ni säger själva att ni inte ser någon risk att kronan är en skvalpvaluta. Ni tycker inte att man ska fokusera för mycket på kort sikt. Men det vi ser nu är ju en försvagning trendmässigt under en period.

Om marknaden börjar förvänta sig att värdet på kronan ska vara lägre och befinna sig på ungefär den nivå där den befinner sig just nu i förhållande till exempelvis euron, hur ser ni då på möjligheten att använda valutakanalerna till att importera inflation i en lågkonjunktur? Hur ser förtroendet ut för kronan i dag och de senaste åren kopplat till möjligheten att via den kanalen påverka inflationen i en lågkonjunktur?

Vi har ju sett en försvagning av valutakursen i en högkonjunktur, där Sveriges tillväxt och sysselsättning avviker positivt i förhållande till andra länder. Jag tänker att det har viss bäring på vad som hände 2016 och 2017 men också på hur ni resonerade då med koppling framåt och på vilken beredskap Riksbanken har för att agera vid en kommande lågkonjunktur.

Jakob Forssmed (KD): Jag har två frågor; den första jackar i Mats Perssons fråga och handlar också om valutan.

Det är ju inte konstigt att vi får den här diskussionen med en historiskt svag krona. Om jag såg en siffra rätt är den svagare än på hundra år, finanskrisen borträknad. Det kan man ju fundera på.

Ni reflekterade tidigare som om ni tar in det i era analyser. Det är osäkerhet i omvärlden, volatilitet och så vidare. Det är det ju, men hela omvärlden har ju uppfattat det som medveten politik från Riksbankens sida att importera inflation via växelkursen.

Därför tycker jag att det är rimligt att Riksbanken får chansen att reflektera över vilka långsiktiga problem det kan innebära vad gäller till exempel omvandlingstrycket i svensk ekonomi för exportindustrin och vilka gränser det finns för att det här får genomslag i priser för dem som importerar och hur det påverkar lönsamhet, investeringar och sådana saker. Det får ni gärna reflektera lite över.

Det andra handlar om det som Cecilia Skingsley svarade på när det gäller att man sköt fram räntehöjningen och risken för att gå in i en lågkonjunktur utan att inflationen ligger på målet.

Nu har vi haft måluppfyllelse under lång tid. Per Jansson säger att man kan gå in i en lågkonjunktur, och då får man ta till de nya verktygen och så att säga pröva sig fram lite grann. Vilka risker finns det i den avvägningen? Man så att säga skjuter fram de mer normala verktygen som man har prövat tidigare och tvingas då göra det som Per Jansson säger, nämligen pröva sig fram i en lågkonjunktur – kanske i väsentligt högre utsträckning än man annars skulle ha behövt göra. Det får ni också gärna reflektera lite över.

Martin Flodén, Riksbanken: Jag har några kommentarer till det Anna Breman och Fredrik NG Andersson sa.

Fredrik sa, som han har sagt flera gånger, att vi kunde ha accepterat lite lägre inflation. Det är en återkommande diskussion om att vi fokuserar på precis 2,0 procents inflation. Jag tycker att den diskussionen missar målet lite om man får säga det i de här sammanhangen.

Vi tittar på 2014 eller början på 2015, när vi inledde det som brukar kallas den okonventionella penningpolitiken med minusränta och obligationsköp. 2014 hade inflationen varit en halv procent. Den hade varit låg under många år och lägre än i de flesta andra jämförbara länder. Man kan säga att inflationen fortfarande trendade nedåt. Framför allt gjorde förtroendet för inflationsmålet det, bland annat speglat i inflationsförväntningarna, som Stefan Ingves och Per Jansson visat och diskuterat tidigare.

Det handlar alltså inte om att vi ska få precis 2,0 procents inflation, utan det handlar om förtroendet för inflationsmålet. Vi lever ju fortfarande med den historiken – vi kommer från en period med låg inflation under lång tid och ett försvagat förtroende för inflationsmålet. Det är det allting handlar om: att återuppbbygga ett tillräckligt starkt förtroende.

Nu kan man ju säga att vi har ett mycket bättre läge i dag och hade det även 2017 än vi hade 2014 och 2015. Det gör också att vi nu känner oss betydligt mer trygga med att vi kommer att kunna höja reporäntan inom en inte alltför avlägsen framtid. Men det gäller att göra det på ett sätt som är tydligt kommunicerat och som är förenligt med att vi behåller förtroendet för inflationsmålet.

I det läget är det naturligt så att vi är lite mindre flexibla. Innan förtroendet för inflationsmålet är fullt återställt kan vi inte vara lika toleranta med att låta det ta längre tid eller acceptera en låg inflation. Det stämmer att vi fokuserar mer på att inflationen inte får falla tillbaka igen – just för att förtroendet för inflationsmålet inte får skadas alltför mycket. Det är fortfarande en lite mer problematisk situation än vi hoppas att det ska vara i ett mer normalt framtida läge.

Man kan förstås tycka att det här leder till lite olika slutsatser om precis när man ska höja reporäntan. Men i grova drag tror jag att direktionen har varit enig om – och det gäller inte bara direktionen utan också samhället i övrigt – att det under den här tidsperioden har varit naturligt att fokusera lite mer på inflationsmålsuppfyllelsen.

När det gäller analysen nämnde Anna Breman tre områden där hon tycker att vi kunde vara lite bättre och mer alerta.

Vi har talat mycket om det här med klimatpåverkan på ekonomin. Där håller jag med om att vi har gjort väldigt lite. Förhoppningsvis kan vi göra mer i framtiden. Det är ju ett område som växer, och allt fler börjar tala om det i policysammanhang. När det gäller andra centralbanker handlar det än så länge, som andra påpekat, framför allt om mikrotillsyn och stresstester av finansiella institut och så vidare. Men det har implikationer också för ekonomin i stort, och det kommer säkert att påverka centralbankers analyser. Jag hoppas att vi kan vara med där.

Du nämnde två andra områden, Anna Breman. Det ena var hushållens skulder. Där fokuserar vi som du säger mycket på det aggregerade skuldmåttet i vår retorik eller i våra rapporter.

Det finns ju massor som händer bakom det aggregerade skuldmåttet, så man måste fråga sig vad som är en naturlig utveckling eller en hållbar utveckling för hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst. Där tycker jag att vi har gjort mycket, och både vi och Finansinspektionen tittar så gott vi kan på mer disaggregerade data. Det som är intressant är egentligen inte det aggregerade måttet, utan det är om det sker förändringar på hushållsnivå. Har nya bolånetagare högre skuldsättning i dag än för tre fyra år sedan, till exempel? Ja, det har de. Det tyder på att bilden man får av det aggregerade måttet speglar en ökad skuldsättning även om man tittar på andra sätt.

Det tredje som du nämnde var konsumtionslån och möjliga kopplingar till ökad användning av konsumtionslån, till exempel på grund av amorteringskraven. Vi hade en fördjupning eller i alla fall en diskussion om det i vår finansiella stabilitetsrapport i höstas, 2017. Vi gav även ut en ekonomisk kommentar som analyserade detta ganska noga, så jag tycker att

på många relevanta områden som är nära kopplade till vårt mer kortsiktiga arbete när det gäller både penningpolitik och finansiell stabilitet har vi gjort ganska mycket analys. Den finns i våra rapporter, på vår hemsida och så vidare.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: Detaljer och tiondelar eller inte tänkte jag säga någonting om.

Vi har ju haft en ganska lång period där vi har varit långt från målet. Då blir det naturligt så att man som beslutsfattare ökar fokus på tiondelarna och diskuterar tiondelarna. Det är väl det, bland annat som det har kommit till uttryck i protokollen, som jag tror att det finns en del synpunkter på. Men det var ju under en ganska extrem period.

Framöver kommer i alla fall jag för egen del, som jag nog redan uttryckt, att ha större tolerans för prognosavvikelser – så länge inflationsförväntningarna är förankrade. Då kan vi liksom komma tillbaka till en situation där diskussionen och övervägandena kan präglas av tanken om en flexibel penningpolitik.

Jakob Forssmed tog upp frågan om möjligheten att agera i nästa lågkonjunktur. Den är ju väldigt viktig. Jag skulle först vilja poängtera att det som ni vet alltid är den samlade ekonomiska politiken, det som ni beslutar i kombination med vad vi gör, som avgör situationen. Är det kris använder man ju alla verktyg som över huvud taget finns. Det är lite mer komplext när det är en mer normal lågkonjunktur.

Som sagt: Vi tror ändå att vårt bästa bidrag är att skapa ett respektavstånd till fallande priser. Att inte ha det tror vi skulle vara en väldigt besvärlig situation, och vårt bästa bidrag är därför att leverera mot tvåprocentsmålet.

Ordföranden: Det finns fler ledamöter som vill ställa frågor och fler här som vill svara eller kommentera. Men klockan tolv påbörjas verksamheten i kammaren, och då får utskottet inte fortsätta.

Vi får väl ta det som Håkan Svenneling var inne på som ett tecken på att det här har varit en bra utfrågning som har väckt stort engagemang. Jag vill passa på att tacka direktionen som mangrant har ställt upp och kommit hit och våra två opponenter som har opponerat, kommenterat och svarat på frågor. Stort tack! Nu är utfrågningen avslutad.

BILAGA:

Bilder från utfrågningen

Stefan Ingves



**Redogörelse för
penningpolitiken
2017**

Riksdagens finansutskott
2018-05-03

SVERIGES RIKSBANK

Stefan Ingves
Riksbankschef

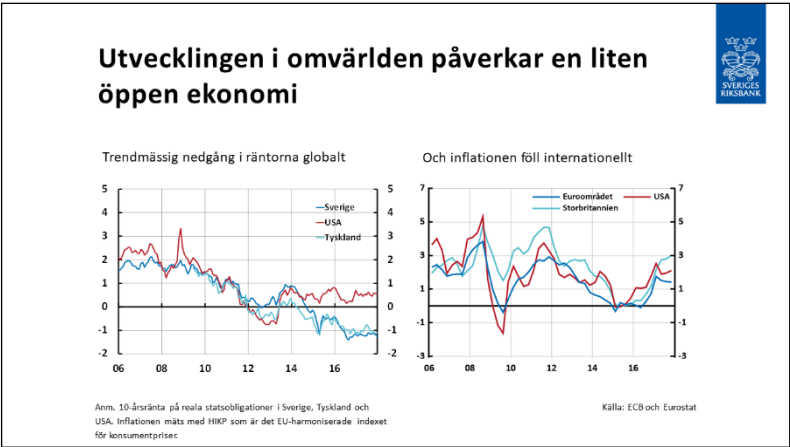
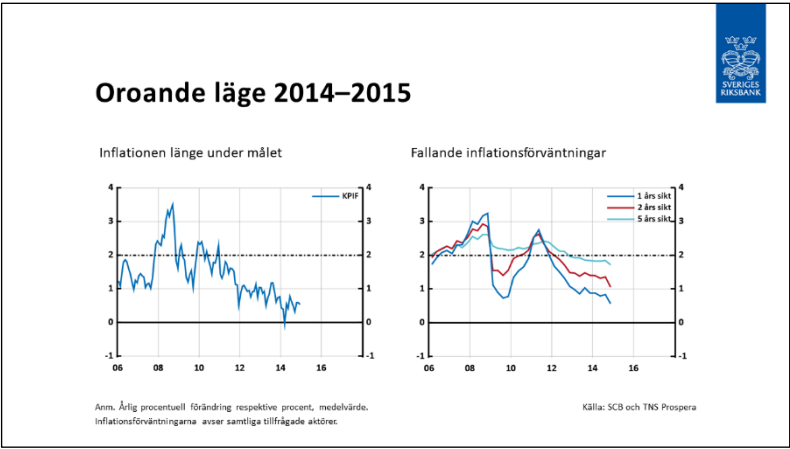


Ett trovärdigt inflationsmål bra för samhällsekonomin

Prisstabilitet ger tydliga spelregler

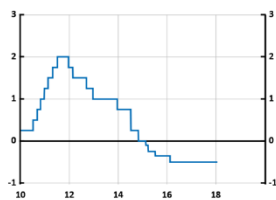
- Ett nominellt ankare ger vägledning för pris- och lönebildningen
- Lättare för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut
- Prisstabilitet skapar förutsättningar för god ekonomisk utveckling





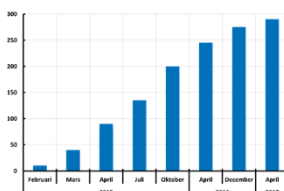
För att värna förtroendet för inflationsmålet

Reporäntan sänkt till -0,50 procent



Anm. Procent respektive miljarder kronor.

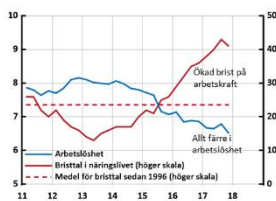
Köp av statsobligationer



Källa: Riksbanken

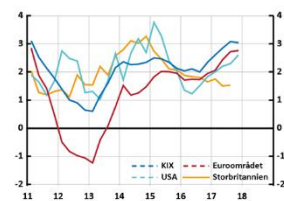
Starkare konjunktur

I Sverige...



Anm. Arbetslöshet uttrycks i procent och bristtal avser andelen företag som avser att det råder brist på arbetskraft. KIX är en sammanslagning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

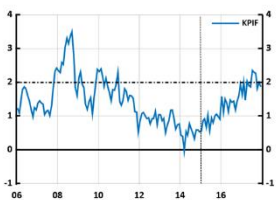
...och i omvärlden



Källa: Konjunkturinstitutet SCB, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Nationella källor, Office for National Statistics

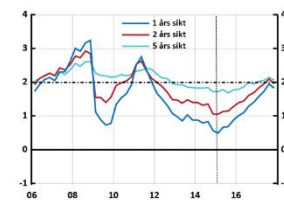
Inflationen tillbaka vid 2 procent

Inflation har stigit



Anm. Årlig procentuell förändring respektive procent, medelvärde. Inflationförväntningar avser samtliga aktörer.

Och liksom inflationsförväntningarna



Källor: SCB och TNS Sifo Prospera



Vad har bidragit till att inflationen har stigit?

Inflationen har stigit *trots* måttliga löneökningar och dämpat pristryck från omvärlden

- Stark konjunktur och inflationsförväntningar vid 2 procent har underlättat för företagen att höja priser
- Relativt svag krona
- Energipriser har stigit



Relativt träffsäkra prognoser för 2017

- Mer träffsäkra prognoser för inflationen
- Prognoserna för arbetslösheten nära utfall
- Inhemsk konjunktur blev ungefär som förväntat
- Träffsäkerheten för enskilda år varierar
- På längre sikt relativt små skillnader mellan olika bedömares prognoser



Ett urval av Riksbankens utvecklingsarbete under 2017

- Insamling av priser från nätet bidrar till bättre prognoser för inflationen
- Ny och sänkt bedömning av den långsiktiga nivån på reporäntan
- Utvärdering av erfarenheter av publicerade ränteprognoser
- Riksbankens roll inom fördelningspolitiken är främst att hålla en låg och stabil inflation som gynnar tillväxt och sysselsättning



God måluppfyllelse under 2017 men...



- Det har tagit lång tid för inflationen att stiga tillbaka mot 2 procent
- Det krävdes mycket kraftfull penningpolitik
- Vaksamhet mot att hamna i en situation där inflationsförväntningarna faller och inte är förankrade vid inflationsmålet på 2 procent



Fredrik NG Andersson



Måluppfyllelse
Snävt perspektiv - inflationsmålet

Inflationsmålet
2 %, +/- 1 procentenhet
Mätt med konsumentprisindex med fast ränta (KPIF)



Inflation

	2014	2015	2016	2017	Genomsnitt 2014-17
Sverige (KPIF)	0,5	0,9	1,9	1,9	1,3
Euroområdet (HICP)	-0,2	0,2	1,1	1,4	0,6
USA (PCE)	0,9	0,5	1,8	1,7	1,2
Storbritannien (CPI)	0,5	0,2	1,6	3	1,3

Not: Ökningstakt december till december
Källa: Thompson Reuters Datastream

- Slutsatser
- 1) God måluppfyllelse sedan 2016.
 - 2) Bättre/like bra jämfört med andra länder sedan 2014.
 - 3) Låg inflation i vår omvärld.



Måluppfyllelse

Brett perspektiv - samhällsekonomisk stabilitet

"Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning"
- Riksbanken (2018)

"Det är inte lämpligt att i lag fastställa en särskild nivå för tillåten prisökningstakt eller att ange storleken på ett eventuellt toleransintervall. En sådan precisering skulle bli alltför inflexibel och innebära att Riksbanken inte ges tillräckligt utrymme att anpassa målet till nya omständigheter."
- Proposition 1997/98:40 s52.



Ekonomisk tillväxt (BNP) 2014-2017

	2014	2015	2016	2017	Genomsnitt 2014-17	Genomsnitt 2000-08
Sverige	2,6	4,5	3,2	2,4	3,2	2,8
Tyskland	1,9	1,7	1,9	2,2	1,9	1,5
USA	2,6	2,9	1,5	2,3	2,3	2,3
Storbritannien	3,1	2,3	1,9	1,8	2,3	2,4

Källa: OECD

Slutsatser

- 1) Snabb ekonomisk tillväxt.
- 2) Snabbare än 2000-2008.
- 3) Snabbare än i jämförbara länder (1 procentenhet).



Sysselsättning (inrikes födda)

Andelen 15-64 år som är sysselsatta

	2014	2015	2016	2017	Högonkonjunktur 2000	Högonkonjunktur 2008
Sverige	78,5	79,3	79,8	80+	75,8	77,9
Tyskland	78,3	78,2	79,2		73,8	76,6
USA	70,2	70,9	71,6		78,5	73,4
Storbritannien	76,4	77,3	77,7		78,0	76,9

Not: 15-64 år
Källa: OECD

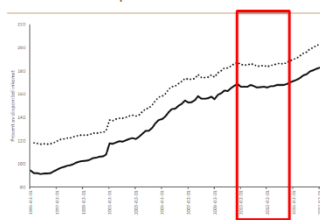
Slutsatser

- 1) Stark arbetsmarknad. Höga sysselsättningsgraden sedan 1990-tals krisen.
- 2) Högre sysselsättningsgrad än högonkonjunkturerna 2000, 2008.
- 3) Sysselsättningsrekord sedan 2013.



Hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst



	2016	Ökning 2014-16
Sverige	180	+12 pe
Tyskland	93,4	-1,3 pe
Storbr.	152,7	+2,2 pe
USA	111,5	-4,7 pe

Slutsatser

- 1) Fortsatt snabbt växande skulder i Sverige. Växande finansiella obalanser.
- 2) Högre skuldkvot än i USA, Storbritannien och Tyskland.
- 3) Finansinspektionen bromsar; Riksbanken gasar.



Växelkursen

	2014	2015	2016	2017	2018
Euro	9,10	9,35	9,46	9,58	10,50
US dollar	6,86	8,43	8,56	8,55	8,65
Brittiska pund	11,08	13,09	11,82	11,30	11,90

Källa: Thompson Reuters Datastream

Slutsatser

- 1) Kraftig försvagning mot euron. Tillbaka på 2009 års krisnivå.
- 2) Något svagare mot US dollar och brittiska pund sedan 2014.
- 3) Bra för Riksbanken – högre inflation.



Sammanfattning

Inflation: i nivå med målet

Real: högkonjunktur (full sysselsättning, hög tillväxt)

Finansiellt: växande obalanser

Växelkurs: försvagning



Penningpolitik

Sverige: expansiv trots högkonjunktur och växande finansiella obalanser

- * Negativa räntor.
- * Kvantitativa lättnader.

USA: åtstramande

- * Lägre inflation, lägre tillväxt, sämre arbetsmarknad, skulder under kontroll, växelkurs i nivå med genomsnitt.
- * Åtstramande politik.



Penningpolitik

Snävt perspektiv: väl avvägd penningpolitik

Brett perspektiv: allt för expansiv penningpolitik

"[S]amhälls-
experiment vi aldrig
gjort tidigare".
Ingves – DI 14/11-17

"Penningpolitik
i ny miljö".
Ingves – 5/3-18



Penningpolitiska frågor

Är KPIF en lika bra indikator som den var tidigare?

Vad blir de långsiktiga effekterna av att stimulera i högkonjunktur?

Kan vi avvika från det internationella mönstret?

Vad händer i nästa lågkonjunktur? Reporänta på -3 procent?

Vad blir konsekvenserna av en sådan politik?



Alternativet

Något mindre expansiv penningpolitik.

Möjliga konsekvenser:

- 1) Lägre tillväxt – mer i nivå med andra länder.
- 2) Lägre sysselsättningsgrad – men troligen fortfarande rekordnivå.
- 3) Lägre inflation – hög tillväxt och sysselsättning även när inflation var lägre.
- 4) Stabilisering av hushållens skulder – tog far igen när lågräntepolitiken inleddes 2014.



Förtroende för penningpolitiken

Vad bygger förtroende för penningpolitiken?

Extrem politik i högkonjunktur för att höja inflationen från ca 1 till 2 procent?

Mer återhållsam politik med en balanserad realekonomisk och finansiell utveckling med något lägre inflation?



Avslutning

Snävt perspektiv - inflationsmålet (KPIF-inflation)

Väl avvägd penningpolitik

Brett perspektiv - samhällsekonomisk stabilitet

Allt för expansiv penningpolitik



Anna Breman





Riksbankens årsredovisning 2017

Anna Breman, Fil.dr., Chefekonom Swedbank
Twitter: @BremanAnna

Färdigställt: januari 23, 2018, 17:00

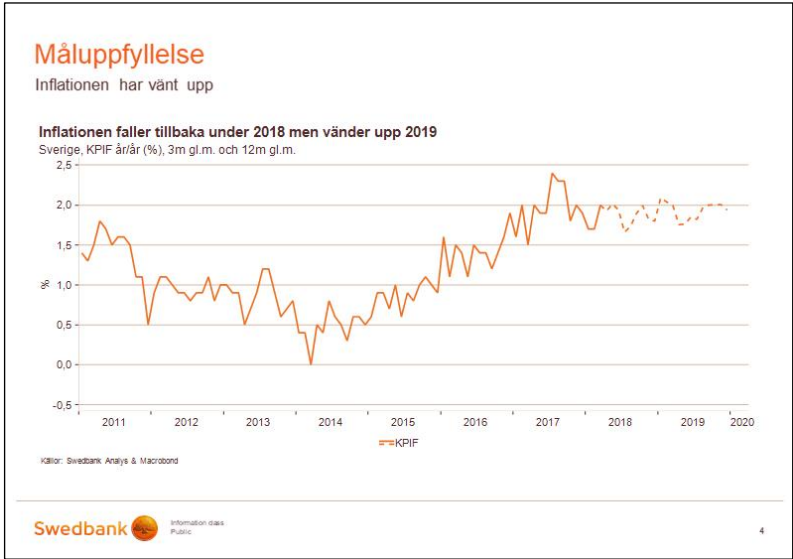
Vänligen se ansvarsbegränsning i slutet av dokumentet. Distribuerad: januari 24, 2018, 08:00

Agenda

- Måluppfyllelse
- Kommunikation
- Prognoser och ekonomiska analyser

Swedbank

Måluppfyllelse

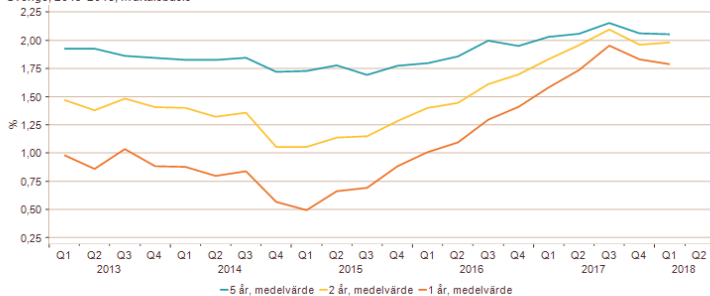


Måluppfyllelse

Även inflationsförväntningarna har stabiliserat sig kring 2 procent

TNS Prospera: Inflationsförväntningar, alla

Sverige, 2013-2018, kvartalsbasis



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Swedbank

Information därefter
Public

6

Måluppfyllelse

Inflationen har vänt upp

Inflationen faller tillbaka under 2018 men vänder upp 2019

Sverige, KPIF år/år (%), 3m gl.m. och 12m gl.m.



Källor: Swedbank Analyt & Macrobond

Swedbank

Information därefter
Public

5



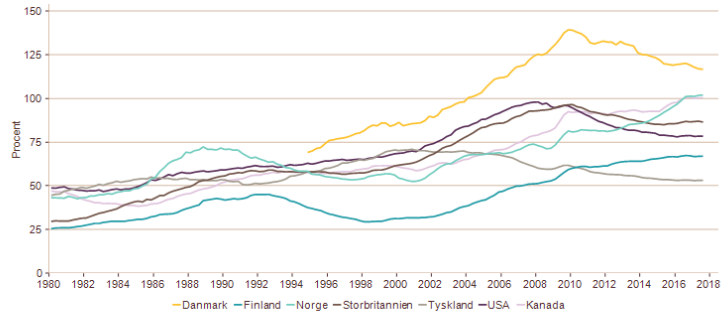
Alla lyssnar på Riksbanken

- Riksbankens starka reaktioner på små avvikelser från prognos kommer att försvåra trovärdigheten och minskar värdet av måluppfyllelse under 2017
- Brist på lyhördhet för hur marknaden påverkas av penningpolitiken:
 - Reporäntebanan och marknadens prissättning
 - Köp av obligationer och likviditet
 - Kronan

Prognoser och analyser

Hushållens skuldsättning

Hushållens skulder i relation till BNP

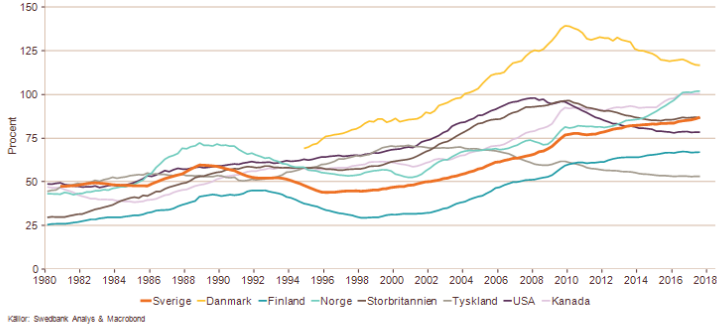


Källor: Swedbank Anlys & Macrobond

Hushållens skuldsättning

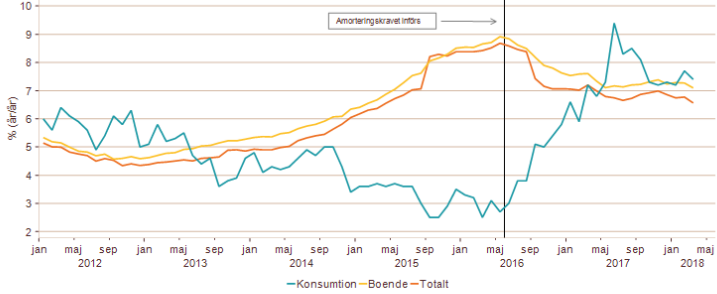
Sverige ligger nära ett genomsnitt av jämförbara länder

Hushållens skulder i relation till BNP



Effekter av nya regleringar behöver analyseras

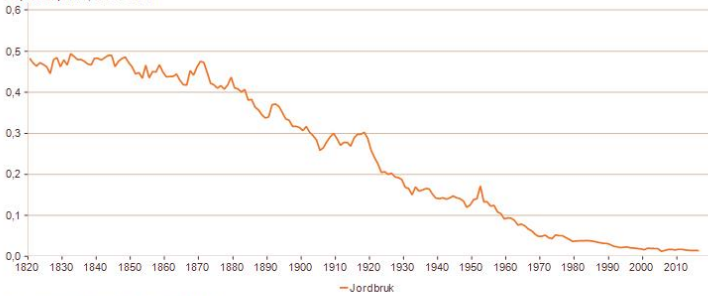
Årstillväxt i hushållens lån enligt kategori
2002-2017, årlär, %



Från jordbruk till...?

Sverige, andel av förädlingsvärde per bransch

Löpande priser, 1820-2016

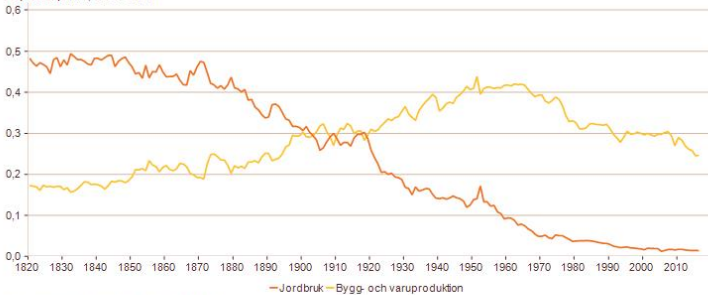


Källor: Swedbank Anlys, Schön and Krantz (2015) & SCB

Från jordbruk till industriproduktion till...?

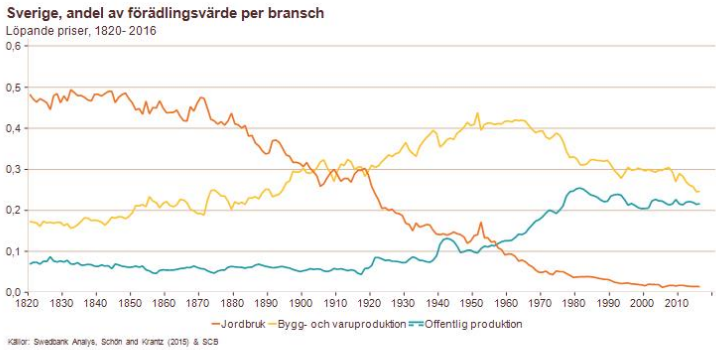
Sverige, andel av förädlingsvärde per bransch

Löpande priser, 1820-2016

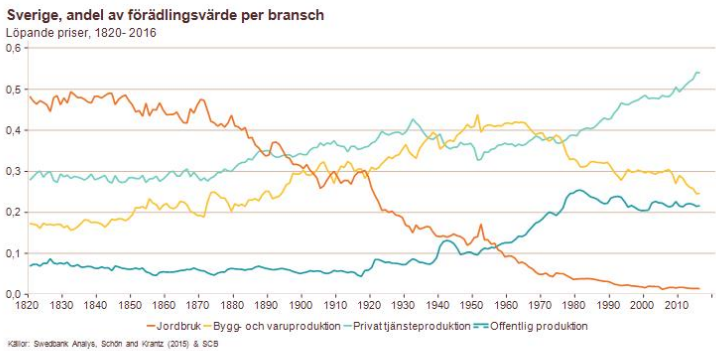


Källor: Swedbank Anlys, Schön and Krantz (2015) & SCB

Från jordbruk till industriproduktion till offentlig sektor till...?



Från bondesamhälle till tjänstesamhälle



Strukturförändringar påverkar Riksbankens måluppfyllelse



Hållbarhet

"Understanding the economic consequences of climate change is becoming a necessity for a wider range of economic professionals: not just those directly involved in the design of optimal climate policy but also, and especially, those involved in modelling and forecasting macroeconomic variables, whether in a national government, central bank, international organization, or private institution..."

Hållbarhet

"... It has also become clear recently that central banks should pay attention to climate change and climate policies, as these could affect their ability to meet their monetary and financial stability objectives. Inflationary pressures might arise from a decline in the supply of goods or from productivity shocks caused by weather-related events such as droughts, floods, storms and sea level rises. These events can potentially result in large financial losses: if these are insured they can negatively affect insurance companies, while if they are uninsured they can affect the value of physical assets. The transition to a low-carbon economy could also pose financial risks if investors do not adapt their investment strategies in line with climate policies."

Hållbarhet

- It has also become clear recently that central banks should pay attention to climate change and climate policies, as these could affect their ability to meet their monetary and financial stability objectives. Inflationary pressures might arise from a decline in the supply of goods or from productivity shocks caused by weather-related events such as droughts, floods, storms and sea level rises. These events can potentially result in large financial losses: if these are insured they can negatively affect insurance companies, while if they are uninsured they can affect the value of physical assets. The transition to a low-carbon economy could also pose financial risks if investors do not adapt their investment strategies in line with climate policies.

(Batten, January 2018, Bank of England Staff Working Paper No. 706)

Hållbarhet

Bank of England 504 sökresultat

Search

🔍 Search the Bank of England website

540 results

Type

- ☐ Biography
- ☐ Content page
- ☐ Educational resource
- ☐ Event
- ☐ Museum page
- ☐ News
- ☐ Prudential Regulation
- ☐ Publication
- ☐ Speech
- ☐ Statistics
- ☐ Documents
- [Clear all](#)

Topic

- ☐ Quarterly Bulletin
- ☐ Speech

16 June 2017
The Bank's response to climate change

// Publication // Quarterly Bulletin

Climate change

// Content Page

12 January 2018
Climate change and the macro-economy: a critical review

// Publication // Working Paper

06 April 2018
A Transition in Thinking and Action - speech by Mark Carney

// Speech // Mark Carney

Information class
Public

21

Hållbarhet

Riksbanken 7 sökresultat

SÖK

Din sökning på **klimat** gav 7 träffar.

Hjälp

SORTERA UTÖVER RELEVANS DATUM

Öppet forum: Hur självständig kan en centralbank vara?

2017-09-21 - Den 21 september bjöd Riksbanken in till ett samtal om hur ... självständig en centralbank kan vara i dagens ekonomisk-politiska **klimat** för att hantera sin nuvarande och framtida roll.
[Press & publicerat / Riksbanken Play](#)

Medarbetarundersökning

2018-01-03 - Riksbankens medarbetare upplever att det är bra stämning i banken och ger sina chefer goda betyg. Det visar resultatet ... upplever att det är god stämning på sin enhet och ett bra **diskussionsklimat**. Nio av tio har mycket högt förtroende för sin närmaste ...
[Om Riksbanken / Jämla hos oss](#)

Bra stämning på Riksbanken

2017-05-22 - Riksbankens medarbetare upplever att det är bra stämning i banken och ger sina chefer goda betyg. Det visar resultatet ... upplever att det är god stämning på sin enhet och ett bra **diskussionsklimat**. Nio av tio har mycket högt förtroende för sin närmaste ...
[Press & publicerat / Nyheter och pressmeddelanden](#)

Information class
Public

22

Sammanfattning

- Måluppfyllelse
- Kommunikation
- Prognoser och ekonomiska analyser – saknas inom viktiga områden som påverkar Riksbankens måluppfyllelse

Tack!

Anna Breman

Twitter: @BremanAnna