



## Riksbankens förvaltning 2014

---

### Sammanfattning

Utskottet har granskat Riksbankens förvaltning för 2014. Utskottet tillstyrker att riksdagen beviljar riksbanksfullmäktige ansvarsfrihet för dess verksamhet och beviljar Riksbankens direktion ansvarsfrihet för förvaltningen av Riksbanken 2014. Utskottet föreslår också att riksdagen fastställer Riksbankens resultat- och balansräkning för 2014 samt godkänner riksbanksfullmäktiges förslag till disposition av Riksbankens vinst 2014. Förslaget innebär att Riksbanken levererar in 4,1 miljarder kronor till statens budget. Pengarna ska levereras in senast en vecka efter riksdagens beslut.

Resultatet för 2014 blev ca 3,3 miljarder kronor, vilket är ca 5,3 miljarder kronor mer än året innan. Ökningen förklaras främst av lägre nedskrivningar av värdepappers- och valutainnehavet under 2014 jämfört med 2013, detta som en följd av bl.a. sjunkande marknadsräntor. Ränteförändringar påverkar marknadsvärdet på obligationerna i valutareserven, och sjunkande räntor leder till att priserna på obligationerna stiger. Även valutorna i valutareserven stärktes mot kronan. Sammantaget ökade detta värdet på tillgångarna, och nedskrivningarna blev därmed lägre under året jämfört med 2013. Riksbanken fortsätter sitt arbete med att analysera hur den internationella ränteutvecklingen kan komma att påverka Riksbankens resultat under de kommande fem åren. Analysen visar att Riksbanken förväntas få ett resultat som är väsentligt lägre under den kommande femårsperioden jämfört med föregående femårsperiod, oavsett om räntorna förblir låga eller stiger. I fallet med stigande räntor kan Riksbanken på kort sikt komma att uppvisa betydande förluster, vilket väntas innebära att Riksbankens möjligheter att lämna utdelning till staten blir begränsade.

Av balansräkningens skuldsida framgår att posten sedlar och mynt fortsätter att minska. Mellan 2014 och 2013 minskade posten med ca 2,5 miljarder kronor. Under den senaste femårsperioden har posten minskat med ca 22 miljarder kronor, från 105 miljarder kronor 2010 till ca 83 miljarder kronor 2014. Posten har även minskat som andel av balansomslutningen.

Utskottet behandlar också tre motioner från den allmänna motionstiden 2014. Motionerna handlar om verksamheten inom Internationella valutafonden (IMF) och de svenska guldreserverna. Utskottet avstyrker samtliga motioner.

Senare under våren 2015 kommer utskottet att genomföra den årliga utvärderingen av Riksbankens penningpolitik.

I betänkandet finns två reservationer.

# Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut.....	5
Redogörelse för ärendet.....	7
Utskottets överväganden.....	8
Riksbankens förvaltning 2014.....	8
Riksbankens årsredovisning 2014.....	8
Fullmäktiges förslag till disposition av 2014 års vinst.....	14
Riksrevisionens granskning av Riksbankens årsredovisning 2014.....	15
Kompletterade information.....	16
Finansutskottets ställningstagande.....	16
Verksamheten inom IMF.....	18
Motionen.....	18
Finansutskottets ställningstagande.....	20
En svensk utvecklingspolitik för jämställdhet.....	22
Motionen.....	22
Finansutskottets ställningstagande.....	23
Den svenska guldreserven.....	23
Motionen.....	23
Finansutskottets ställningstagande.....	24
Reservationer.....	25
1. Verksamheten i IMF, punkt 2 (V).....	25
2. En svensk utvecklingspolitik för jämställdhet, punkt 3 (V).....	26
<i>Bilaga 1</i>	
Förteckning över behandlade förslag.....	28
Framställning 2014/15:RB1.....	28
Redogörelse 2014/15:RR2.....	28
Framställning 2014/15:RB2.....	28
Motioner från allmänna motionstiden 2014/15.....	28
<i>Bilaga 2</i>	
Balansräkning och resultaträkning.....	31
<i>Bilaga 3</i>	
Protokoll från öppen utfrågning om penningpolitiken den 19 augusti 2014.....	34
<i>Bilaga 4</i>	
Protokoll från öppen utfrågning om penningpolitiken den 18 november 2014.....	62
<i>Bilaga 5</i>	
Protokoll från öppen utfrågning om penningpolitiken den 5 mars 2015.....	91
<i>Bilaga 6</i>	
Bilder från utfrågning den 19 augusti 2014.....	118
<i>Bilaga 7</i>	
Bilder från utfrågning den 18 november 2014.....	131
<i>Bilaga 8</i>	
Bilder från utfrågning den 5 mars 2015.....	150
<i>Tabeller</i>	
Tabell 1 Riksbankens resultaträkning 2014 och 2013.....	10
Tabell 2 Riksbankens balansräkning 2014 och 2013.....	11

Tabell 3 Utelöpande sedlar och mynt samt balansslutning åren 2010–2014 .....	12
Tabell 4 Reserver 2013 och 2014 .....	13
Tabell 5 Väreregleringskonto 2013 och 2014 .....	14

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## 1. Riksbankens förvaltning 2014

*a) Riksrevisionens redogörelse om revisionsberättelsen över Sveriges riksbanks årsredovisning för 2013*

Riksdagen lägger redogörelse 2014/15:RR2 till handlingarna.

*b) Ansvarsfrihet för fullmäktige i Riksbanken*

Riksdagen beviljar fullmäktige i Riksbanken ansvarsfrihet för dess verksamhet 2014. Därmed bifaller riksdagen utskottets förslag.

*c) Ansvarsfrihet för Riksbankens direktion*

Riksdagen beviljar direktionen i Riksbanken ansvarsfrihet för förvaltningen av Riksbanken under 2014. Därmed bifaller riksdagen utskottets förslag.

*d) Riksbankens resultat- och balansräkning för 2014*

Riksdagen fastställer resultat- och balansräkningen för räkenskapsåret 2014 enligt bilaga 2. Därmed bifaller riksdagen framställning 2014/15:RB1.

*e) Disposition av Riksbankens resultat 2014*

Riksdagen beslutar att Riksbankens resultat 2014, som före bokslutsdispositioner uppgår till 3 267 miljoner kronor, ska fördelas så att 4 100 miljoner kronor inlevereras till statens budget enligt vinstprincipen, -1 892 miljoner kronor förs från resultatutjämningsfonden och 1 059 miljoner kronor förs till dispositionsfonden, samt att pengarna ska levereras in senast en vecka efter riksdagens beslut. Därmed bifaller riksdagen framställning 2014/15:RB2 punkterna 1 och 2.

## 2. Verksamheten i IMF

Riksdagen avslår motion

2014/15:80 av Hans Linde m.fl. (V) yrkandena 1, 3–8, 10, 11, 13 och 14.

*Reservation 1 (V)*

## 3. En svensk utvecklingspolitik för jämställdhet

Riksdagen avslår motionerna

2014/15:80 av Hans Linde m.fl. (V) yrkande 12 och  
2014/15:81 av Hans Linde m.fl. (V) yrkande 10.

*Reservation 2 (V)*

## 4. Den svenska guldreserven

Riksdagen avslår motion

2014/15:2081 av Markus Wiechel (SD) yrkandena 1 och 2.

Stockholm den 16 april 2015

På finansutskottets vägnar

*Fredrik Olovsson*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Fredrik Olovsson (S), Ulf Kristersson (M), Jonas Jacobsson Gjörtlér (M), Jörgen Hellman (S), Oscar Sjöstedt (SD), Jörgen Andersson (M), Ingela Nylund Watz (S), Emil Källström (C), Janine Alm Ericson (MP), Jan Ericson (M), Hans Unander (S), Dennis Dioukarev (SD), Erik Ullenhag (FP), Jakob Forssmed (KD), Marie Granlund (S), Börje Vestlund (S) och Håkan Svenneling (V).

## Redogörelse för ärendet

Enligt riksbankslagen (1988:1385) ska Riksbankens direktion före den 22 februari varje år lämna en redovisning för det föregående räkenskapsåret till riksdagen, Riksrevisionen och Riksbankens fullmäktige. Fullmäktige ska sedan lämna förslag till disposition av Riksbankens vinst till riksdagen och Riksrevisionen. Riksrevisionen ska enligt lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m. granska Riksbankens redovisning och lämna en revisionsberättelse till riksdagen senast en månad efter att Riksbanken lämnat sin årsredovisning. Finansutskottets uppgift är att förbereda riksdagens beslut om

- ansvarsfrihet för fullmäktige och direktionen för verksamhetsåret
- fastställande av Riksbankens resultat- och balansräkning
- hur stor del av vinsten som Riksbanken ska leverera in till statens budget.

Underlag för utskottets prövning är bl.a. Årsredovisning för Riksbanken 2014 (framst. 2014/15:RB1), Förslag till disposition av Riksbankens vinst för räkenskapsåret 2014 samt riksbanksfullmäktiges verksamhetsberättelse för 2014 (framst. 2014/15:RB2), Riksrevisionens redogörelse om revisionsberättelsen över Riksbankens årsredovisning för 2014 (redog. 2014/15:RR2) samt fullmäktiges och direktionens sammanträdesprotokoll.

Inga motioner har lämnats med anledning av ärendet. Däremot behandlas 15 motionsförslag från den allmänna motionstiden 2014. Förslagen handlar om IMF:s verksamhet och de svenska guldreserverna.

Den 14 april 2015 informerades finansministern, vice riksbankchefen och biståndsmministern finansutskottet och utrikesutskottet om frågor som kommer att tas upp på IMF:s och Världsbankens vårmöte 2015.

# Utskottets överväganden

## Riksbankens förvaltning 2014

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen beviljar riksbanksfullmäktige ansvarsfrihet för dess verksamhet och beviljar Riksbankens direktion ansvarsfrihet för förvaltningen av Riksbanken 2014. Riksdagen fastställer också Riksbankens resultat- och balansräkning för 2014. Riksdagen godkänner riksbanksfullmäktiges förslag till disposition av Riksbankens vinst 2014. Dispositionen innebär att Riksbanken levererar in 4 100 miljoner kronor till statens budget, att 1 892 miljoner kronor förs från resultatutjämningsfonden och att 1 059 miljoner kronor förs till dispositionsfonden. Riksrevisionens redogörelse för revisionsberättelsen om Riksbankens årsredovisning för 2014 läggs till handlingarna.

### Riksbankens årsredovisning 2014

#### *Organisation och styrning*

Den största organisatoriska förändringen under 2014 var bildandet av tre nya avdelningar. Förändringen gjordes i syfte att bl.a. bättre samordna och fördjupa den finansiella analysen.

I februari öppnade Riksbankens nya kontor för sedelhantering i Sigtuna kommun. Det är numera det enda kontoret där Riksbanken tar emot, lämnar ut och makulerar sedlar.

I december beslutade riksbanksfullmäktige att utse Henry Ohlsson till vice riksbankschef. Den nya direktionsledamoten tillträdde den 15 januari 2015 och efterträdde vice riksbankschefen Karolina Ekholm som lämnade sin befattning i oktober 2014.

Under hösten fastställdes en strategisk plan med temat En 350-åring, där verksamheten tar sikte på Riksbankens jubileumsår 2018.

#### *Ett fast penningvärde – prisstabilitet*

Riksbanken fortsatte att föra en expansiv penningpolitik. Reporäntan hölls oförändrad på 0,75 procent fram till i juli 2014 då den sänktes till 0,25 procent. I oktober sänktes reporäntan till noll procent. Prognosen för när reporäntan ska börja höjas flyttades fram under året.

Riksbanken arbetade på olika sätt med makrotillsynsfrågor, bl.a. genom analyser av skärpta kapitalkrav på svenska storbanker. Underlag togs även fram till det nyinrättade Finansiella stabilitetsrådets möten. Tillsammans med Internationella valutafonden (IMF) anordnades en konferens om makrotillsyn.



### *Ett säkert och effektivt betalningsväsende*

Riksbanken bedömde att det svenska finansiella systemet fungerade väl samtidigt som den finansiella infrastrukturen i Sverige i hög utsträckning bedömdes som säker och effektiv.

Hushållens skuldsättning och den svaga utvecklingen i omvärlden ansågs alltfjämt utgöra risker som kunde hota den finansiella stabiliteten. Mot den bakgrunden rekommenderade Riksbanken Finansinspektionen att införa ett amorteringskrav.

Inom kontantförsörjningen fortsatte förberedelserna för utbytet av sedlar och mynt som kommer att starta under 2015.

### *Tillgångsförvaltning*

Riksbankens finansiella tillgångar består av guld- och valutareserven inklusive fordringar på IMF, tillgångar knutna till Riksbankens penningpolitiska verksamhet, värdepapper utgivna i svenska kronor samt derivatinstrument.

Sammantaget uppgick värdet på tillgångarna till 500,8 miljarder kronor 2014, varav guld- och valutareserven svarade för 489,5 miljarder kronor eller ca 98 procent. Den totala avkastningen på tillgångarna var 31,5 miljarder kronor, varav 9,8 miljarder kronor utgjorde avkastningen exklusive valutakurseffekter.

Av den totala avkastningen svarade valutareserven för 25,5 miljarder kronor. Den positiva avkastningen förklaras i huvudsak av att valutorna i valutareserven stärktes mot kronan. Valutakurseffekten uppgick till 16,7 miljarder kronor. Under året föll marknadsräntorna på statspapper i flera länder där Riksbanken placerade sina tillgångar. Avkastningen exklusive valutakurseffekter uppgick därför till 8,9 miljarder kronor.

Avkastningen på Riksbankens tillgångar tas upp i resultaträkningen om tillgången har realiserats eller skrivits ned, och i annat fall tas värdeförändringen upp på balansräkningen.

### *Risk för lägre resultat under kommande år*

Till följd av den internationella ränteutvecklingen har Riksbanken fortsatt att analysera hur den kan komma att påverka bankens resultat under de kommande fem åren. De låga räntorna medför att den löpande avkastningen på värdepapper är låg. Om räntorna förblir låga kommer den löpande avkastningen att förbli låg. Om räntorna i stället börjar stiga kommer den löpande avkastningen att stiga, men samtidigt kommer värdet på Riksbankens utländska värdepapper att sjunka, vilket försämrar den totala avkastningen i tillgångsförvaltningen. Analysen visar att Riksbanken under den kommande femårsperioden förväntas få ett resultat som är väsentligt lägre än under den föregående femårsperioden, oavsett om räntorna förblir låga eller stiger. I det senare fallet kan Riksbanken på kort sikt komma att uppvisa betydande förluster, vilket innebär att bankens möjligheter att lämna utdelning till staten kommer att vara begränsade.

*Riksbankens resultaträkning*

I tabell 1 redovisas Riksbankens resultaträkning för 2014 och 2013. Av tabellen framgår att Riksbankens redovisade resultat uppgick till 3,3 miljarder kronor 2014.

**Tabell 1 Riksbankens resultaträkning 2014 och 2013***Miljoner kronor*

	2014	2013
Ränteintäkter	4 193	4 113
Räntekostnader	-1 761	-1 684
Nettoresultat av finansiella transaktioner och nedskrivningar	1 631	-3 784
Övriga intäkter	121	134
<b>Summa nettointäkter</b>	<b>4 184</b>	<b>-1 221</b>
Personal- och administrationskostnader samt avskrivningar	-917	-790
<b>Årets resultat</b>	<b>3 267</b>	<b>-2 011</b>

Källa: Årsredovisning för Riksbanken för räkenskapsåret 2014 (framst. 2014/15:RB1).

Det positiva resultatet utgörs framför allt av ränteintäkter på utländska obligationer och på vinster vid försäljning av värdepapper. Resultatet påverkades också positivt av utvecklingen av de valutakurser som valutareserven är placerad i, bl.a. genom lägre nedskrivningar av värdepappers- och valutainnehavet. Jämfört med 2013 ökade resultatet med 5,3 miljarder kronor. Detta förklaras främst av de lägre nedskrivningarna av värdepappersinnehavet.

*Riksbankens balansräkning*

I tabell 2 redovisas Riksbankens balansräkning för 2014 och 2013. Av tabellen framgår att balansomslutningen uppgick till 502,4 miljarder kronor 2014, vilket motsvarar en ökning med 70,8 miljarder kronor jämfört med 2013. Värdeökningen förklaras i huvudsak av att valutorna i valutareserven stärktes mot kronan.

**Tabell 2 Riksbankens balansräkning 2014 och 2013***Miljoner kronor*

	2014	2013
<b>Tillgångar</b>		
Guld- och valutareserven	486 369	417 209
varav guld	37 529	31 425
varav fordringar på IMF	34 684	32 873
varav banktillgodohavanden, lån och värdepapper	414 156	352 911
Utlåningsfacilitet	33	–
Värdepapper (svenska kronor)	11 126	9 534
Övriga tillgångar	4 873	4 884
<b>Summa tillgångar</b>	<b>502 401</b>	<b>431 627</b>
<b>Skulder och eget kapital</b>		
Utelöpande sedlar och mynt	83 224	85 700
Penningpolitiska skulder	55 934	48 538
Valutaskuld (skulder i utländsk valuta till Riksgälden)	228 331	193 117
Motpost till särskilda dragningsrätter IMF	25 504	22 265
Eget kapital och värderegleringskonton	106 141	84 018
Årets resultat	3 267	–2 011
<b>Summa skulder och eget kapital</b>	<b>502 401</b>	<b>431 627</b>

Källa: Årsredovisning för Riksbanken för räkenskapsåret 2014 (framst. 2014/15:RB1).

*Tillgångarna domineras av guld- och valutareserven*

Balansräkningens tillgångssida består nästan uteslutande av guld- och valutareserven samt fordringar på IMF. Sammantaget uppgick dessa poster till ca 486 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 98 procent av de totala tillgångarna. Jämfört med 2013 har värdet på guld- och valutareserven ökat med ca 70 miljarder kronor, vilket huvudsakligen förklaras av förstärkningen av valutorna i valutareserven.

Av guld- och valutareserven svarade guldreserven för ca 37 miljarder kronor. Priset på guld mäts vanligen i amerikanska dollar, och under 2014 minskade guldpriset uttryckt i dollar. Eftersom dollarn stärktes gentemot den svenska kronan ökade guldpriset i kronor räknat. Värdet på Riksbankens guldinnehav ökade därmed med ca 6,1 miljarder kronor mellan 2013 och 2014. Inget guld avyttrades under 2014.

### *Utlåningsfacilitet*

Riksbankens utlåning i svenska kronor över natten till bankerna på deras RIX-konton motsvarade 33 miljoner kronor.

### *Värdepapper i svenska kronor*

På tillgångssidan finns också en värdepappersportfölj i svenska kronor till ett marknadsvärde av ca 11 miljarder kronor. Under 2012 började Riksbanken förvärva värdepapper i svenska kronor i syfte att med kort varsel kunna genomföra köp av svenska värdepapper. Detta gjorde man för att kunna säkerställa den finansiella stabiliteten eller för att bidra till en bättre fungerande s.k. transmissionsmekanism vid ett krisläge i det finansiella systemet.

### *Övriga tillgångar*

Övriga tillgångar på ca 4,9 miljarder kronor utgörs i huvudsak av upplupna ränteintäkter och anläggningstillgångar.

### *Största delen på skuldsidan utgörs av upplåning till valutareserven*

Den största posten på skuldsidan är lån i utländsk valuta som tagits via Riksgälden för att förstärka valutareserven. Värdet på valutalånen uppgick till 228 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 45 procent av balansomslutningen. Jämfört med 2013 har värdet på lånen ökat från 193 till 228 miljarder kronor, vilket förklaras av att kronan varit svag under 2014.

### *Sedlar och mynt*

Utelöpande sedlar och mynt (sedelmängden) står för ca 83 miljarder kronor av skulderna på balansräkningen, vilket motsvarar 17 procent av balansomslutningen. I slutet av 2010 uppgick sedelmängden till ca 105 miljarder kronor, se tabell 3. Det innebär att sedelmängden har minskat med ca 22 miljarder kronor sedan 2010. Samtidigt har sedelmängdens andel av balansomslutningen minskat från 32 till 17 procent.

**Tabell 3 Utelöpande sedlar och mynt samt balansomslutning åren 2010–2014**

*Miljoner kronor*

	2014	2013	2012	2011	2010
Sedlar	77 887	80 294	91 056	94 771	99 902
Mynt	5 337	5 406	5 385	5 365	5 499
<b>Totalt</b>	<b>83 224</b>	<b>85 700</b>	<b>96 441</b>	<b>100 136</b>	<b>105 401</b>
<b>Balansomslutning</b>	<b>502 401</b>	<b>431 627</b>	<b>345 739</b>	<b>347 917</b>	<b>326 926</b>

Källa: Årsredovisning för Riksbanken för räkenskapsåret 2014 (framst. 2014/15:RB1).

### *Penningpolitiska skulder*

Som en följd av att sedelmängden har minskat över tiden har posten penningpolitiska skulder ökat. När mängden kontanter i cirkulation minskar behöver bankerna inte hålla lika stora kontantlager som tidigare. I stället sätter de in pengarna på sina konton i Riksbanken. Det får till följd att skuldposten sedlar och mynt minskar samtidigt som de penningpolitiska skulderna ökar i motsvarande mån (inlåningsfacilitet, finjusterade transaktioner och emitterade skuldcertifikat). Dessa poster uppgår sammantaget till 49,8 miljarder kronor, vilket är en ökning med ca 3 miljarder kronor jämfört med 2013. Ökningen motsvaras i huvudsak av den minskade sedelmängden.

Under posten penningpolitiska skulder redovisas också konton i svenska kronor som Riksbanken håller för andra centralbankers och internationella organisationers räkning. Övriga skulder avser i huvudsak derivatinstrument med negativt värde samt upplupna kostnader och förutbetalda intäkter.

### *Eget kapital och värderegleringskonto*

Det egna kapitalet utgörs av en grundfond och reserver. Reserverna utgörs av en reservfond, en dispositionsfond och en resultatutjämningsfond. Enligt riksbankslagen ska grundfonden uppgå till 1 000 miljoner kronor och reservfonden till 500 miljoner kronor. Sammantaget uppgick reserverna till 52 miljarder kronor 2014, vilket är en minskning med drygt 5 miljarder kronor jämfört med 2013, se tabell 4.

**Tabell 4 Reserver 2013 och 2014**

*Miljoner kronor*

	2014	2013	Förändring 2014–2013
Reservfond	500	500	0
Dispositionsfond	29 569	32 632	–3 063
Resultatutjämningsfond	21 961	24 209	–2 248
<b>Summa</b>	<b>52 030</b>	<b>57 341</b>	<b>–5 311</b>

Källa: Årsredovisning för Riksbanken för räkenskapsåret 2014 (framst. 2014/15:RB1).

Förändringen av reserverna mellan åren förklaras av hur 2013 års vinst disponerades. Resultatet för 2013 uppgick till –2 011 miljoner kronor. Utifrån riktlinjerna för Riksbankens vinstdisposition beslutades att 3 300 miljoner kronor skulle inlevereras till statskassan. Det innebar att det egna kapitalet minskade med 5,3 miljarder kronor, varav 3,1 miljarder kronor togs från dispositionsfonden och resterande 2,2 miljarder kronor från resultatutjämningsfonden.

På värderegleringskontot redovisas orealiserade vinster och förluster som utgörs av skillnaden mellan anskaffningsvärde och marknadsvärde. Totalt uppgick värdet på kontot till 53,1 miljarder kronor, en ökning med 27,4 miljarder kronor jämfört med 2013. Värdeförändringen delas upp på prisseffekt

(som en följd av förändrade räntenivåer), valutaeffekt och guldvärdeeffekt, se tabell 5.

### Tabell 5 Värderegleringskonto 2013 och 2014

*Miljoner kronor*

	2014	2013	Förändring 2014–2013
Priseffekt	9 854	3 558	6 296
Valutakurseffekt	17 525	2 491	15 034
Guldvärdeeffekt	25 732	19 628	6 104
<b>Summa</b>	<b>53 111</b>	<b>25 677</b>	<b>27 434</b>

Källa: Årsredovisning för Riksbanken för räkenskapsåret 2014 (framst. 2014/15:RB1).

Det egna kapitalet inklusive värderingskontot och årets vinst uppgår tillsammans till 109,4 miljarder kronor, vilket är en ökning med 27,4 miljarder kronor jämfört med 2013.

Sammanfattningsvis kan konstateras att Riksbankens balansomslutning ökade mellan 2013 och 2014. Omslutningen har dock ökat under en längre tid, framför allt som en följd av att Riksbanken förstärkte valutareserven 2009 och 2012.

### Fullmäktiges förslag till disposition av 2014 års vinst

Fullmäktige föreslår att 4 100 miljoner kronor levereras in till statskassan. Förslaget bygger på 1988 års vinstutdelningsprincip med de kompletteringar av principen som genomförts sedan dess. Principen innebär i korthet att 80 procent av de fem senaste årens genomsnittliga resultat, exklusive valutakurs- och guldvärdeeffekter men inklusive de priseffekter som redovisas på balansräkningens värderingskonto, ska levereras in till statskassan. Valutakurs- och guldvärdeeffekterna samt i normalfallet 10 procent av det justerade genomsnittliga resultatet ska föras till eller från dispositionsfonden. Det belopp som återstår efter detta förs till eller från resultatutjämningsfonden. För 2014 innebär det att valutakursvinsten förs till dispositionsfonden plus 10 procent av det genomsnittliga justerade resultatet. Eftersom den föreslagna inleveransen (4 100 miljoner kronor) och överföringen till dispositionsfonden (1 059 miljoner kronor) är högre än årets redovisade resultat föreslår fullmäktige att resterande 1 892 miljoner kronor ( $3\,267 - 4\,100 - 1\,059 = -1\,892$ ) förs från resultatutjämningsfonden. Fullmäktige lämnar därmed följande förslag till disposition av Riksbankens vinst:

- 4 100 miljoner kronor levereras till statskassan
- 1 059 miljoner kronor förs till Riksbankens dispositionsfond
- 1 892 miljoner kronor förs från Riksbankens resultatutjämningsfond.

Fullmäktige föreslår att pengarna levereras in senast en vecka efter riksdagens beslut.

I samband med Riksrevisionens årliga granskning av Riksbankens årsredovisning granskades även fullmäktiges vinstdispositionsförslag. Riksrevisionen hade inget att invända mot förslaget. Förslaget innebär att reserverna i det egna kapitalet minskar från 52 030 miljoner kronor till 51 197 miljoner kronor 2015.

### *Fullmäktiges verksamhetsberättelse för 2014*

Under 2014 sammanträdde fullmäktige vid 14 tillfällen. På dessa sammanträden beslutades bl.a. om direktionsledamöternas anställningsvillkor samtidigt som ställning togs till deras sidouppdrag. Med anledning av de organisationsförändringar som gjorts i Riksbanken har fullmäktige beslutat om vissa förändringar i arbetsordningen.

Fullmäktige beslutade också att utse Henry Ohlsson till ny vice riksbankschef och ledamot i direktionen med en mandatperiod på sex år fr.o.m. den 12 januari 2015.

Från fullmäktige har fyra ledamöter och fyra utomstående experter utgjort en beredningsgrupp för utformningen av sedlar och mynt.

Fullmäktige beslutade vidare att utse Kerstin Hessius till ledamot i styrelsen för Stiftelsen Riksbankens Jubileumsfond.

Direktionens arbete följdes också upp bl.a. genom att direktionens medlemmar deltog i fullmäktiges sammanträden och då lämnade regelbundna redogörelser för viktigare beslut och händelser i Riksbankens verksamhet samt genom att ordförande eller vice ordförande närvarade vid direktionens sammanträden.

## **Riksrevisionens granskning av Riksbankens årsredovisning 2014**

Riksrevisionen har granskat Riksbankens årsredovisning för 2014. Utöver årsredovisningen ska Riksrevisionen även uttala sig om fullmäktiges och direktionens förvaltning av Riksbanken för 2014.

Enligt Riksrevisionen ger årsredovisningen en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Riksbankens finansiella ställning per den 31 december 2014 och av dess resultat och finansiering för året enligt riksbankslagen (1988:1385) samt i enlighet med de regler för bokföring och årsredovisning som har fastställts av Riksbankens direktion.

Riksrevisionen tillstyrker att riksdagen fastställer balans- och resultaträkningen. Riksrevisionen tillstyrker också att riksdagen beviljar ansvarsfrihet för fullmäktige för dess verksamhet och för direktionen för förvaltningen av Riksbanken för 2014.

## Kompletterande information

### *Fullmäktigeledamöternas sidouppdrag*

Av riksbankslagen (1988:1835) framgår att ledamöter av fullmäktige inte får vara statsråd, ledamot av Riksbankens direktion, ledamot eller suppleant i styrelsen för en bank eller ett annat företag som står under Finansinspektionens tillsyn eller inneha en annan anställning eller ett annat uppdrag som gör dem olämpliga för uppdraget i fullmäktige. Utskottet går några gånger under varje mandatperiod igenom fullmäktigeledamöternas sidouppdrag. Kansliet har för utskottets räkning låtit riksdagens utredningstjänst (RUT) göra en ny sammanställning över vilka eventuella sidouppdrag som ordinarie ledamöter och suppleanter i riksbanksfullmäktige har. RUT:s sammanställning (dnr 2015:217) visar att det inte finns några frågetecken när det gäller ledamöternas sidouppdrag. Uppdragen ligger inom vad som kan anses vara tillåtna sidouppdrag enligt riksbankslagen (1988:1835).

## Finansutskottets ställningstagande

Utskottet har granskat Riksbankens årsredovisning och förvaltningen av Riksbanken under 2014. I sin granskning har utskottet inte funnit något som kräver någon åtgärd eller något särskilt uttalande från riksdagens sida.

Utskottet tillstyrker därför, i likhet med Riksrevisionen, att riksbanksfullmäktige beviljas ansvarsfrihet för sin verksamhet samt att direktionen beviljas ansvarsfrihet för förvaltningen av Riksbanken 2014.

I likhet med Riksrevisionen tillstyrker utskottet att Riksbankens resultat- och balansräkning fastställs. Resultat- och balansräkningen presenteras i bilaga 2 i betänkandet.

Riksbanksfullmäktige föreslår i sin framställning till riksdagen att Riksbanken ska leverera in 4,1 miljarder kronor av 2014 års resultat till statens budget. Av framställningen framgår att förslaget följer de principer för vinstdisposition som riksbanksfullmäktige beslutade om 1988, inklusive de kompletteringar och justeringar som har gjorts sedan dess. I samband med granskningen av Riksbankens årsredovisning har Riksrevisionen också granskat fullmäktiges förslag till vinstdisposition. Utskottet noterar att Riksrevisionen inte hade något att invända mot förslaget. Mot den bakgrunden tillstyrker utskottet fullmäktiges förslag till disposition av 2014 års vinst.

Under varje mandatperiod gör utskottet vid några tillfällen en genomgång av fullmäktigeledamöternas sidouppdrag. Den genomgång<sup>1</sup> som har genomförts i samband med detta ärende visar att uppdragen ligger inom ramen för vad som enligt riksbankslagen kan anses vara tillåtna sidouppdrag.

Utskottet vill även kommentera några delar av resultat- och balansräkningen och Riksbankens förvaltning. När det gäller hur

---

<sup>1</sup> Riksdagens utredningstjänst, dnr 2015:217.



penningpolitiken har bedrivits under 2014 kommer utskottet att återkomma till det senare i vår i betänkandet Utvärdering av penningpolitiken 2012–2014 (bet. 2014/15:FiU24).

Resultatet för 2014 blev ca 3,3 miljarder kronor, vilket är ökning med ca 5,3 miljarder kronor jämfört med 2013. Utskottet noterar att ökningen främst förklaras av lägre nedskrivningar av värdepappers- och valutainnehavet, jämfört med 2013, som en följd av att bl.a. kronan varit svag i förhållande till de valutor som valutareserven är placerad i. Även förändringar av marknadsräntorna förklarar den lägre nedskrivningen 2014 jämfört med 2013.

De fallande räntorna under 2014 innebar att värdet på Riksbankens utländska värdepapper steg. Däremot var den löpande avkastningen låg.

När det gäller ränteintäkter konstaterar utskottet att de ligger på samma nivå 2014 som 2013. Under den senaste femårsperioden har ränteintäkterna däremot minskat med ca 3,5 miljarder kronor, från 7,7 miljarder kronor 2010 till 4,2 miljarder kronor 2014.

Utskottet kan notera att Riksbanken fortsätter att analysera hur bl.a. den internationella ränteutvecklingen kan komma att påverka Riksbankens resultat under de kommande fem åren. Analysen visar att Riksbanken förväntas få ett resultat som är väsentligt lägre under den kommande femårsperioden jämfört med föregående femårsperiod, oavsett om räntorna förblir låga eller stiger. I fallet med stigande räntor kan Riksbanken på kort sikt komma att uppvisa betydande förluster, vilket väntas innebära att Riksbankens möjligheter att lämna utdelning till staten blir begränsade.

Utskottet kan i detta sammanhang notera att förste vice riksbankschefen Kerstin af Jochnick nyligen bedömde att banken kommer att visa förluster i storleksordningen 5 miljarder kronor per år under 2015–2018 om räntorna stiger<sup>2</sup>.

När det gäller balansräkningen noterar utskottet att balansomslutningen uppgick till 502,4 miljarder kronor vid utgången av 2014, vilket är en ökning med 70,8 miljarder kronor jämfört med 2013. Förändringen förklaras främst av att valutorna i valutareserven stärktes mot kronan. Under den senaste femårsperioden har balansomslutningen ökat med ca 175 miljarder kronor, från ca 327 miljarder kronor 2010 till 502,4 miljarder kronor 2014, vilket i huvudsak förklaras av beslutet om att utöka valutareserven med 100 miljarder kronor under 2012. I motiveringen till beslutet att förstärka valutareserven uppgav Riksbanken att förstärkningen av valutareserven är temporär och bör avvecklas när det bedöms lämpligt med hänsyn till omvärldsutvecklingen och storleken på åtagandena gentemot IMF<sup>3</sup>. Samma motivering användes vid den första förstärkningen av valutareserven 2009.

Av balansräkningens skuldsida framgår att posten utestående sedlar och mynt har fortsatt att minska. Vid årets slut uppgick posten till 83,2 miljarder kronor och motsvarade 17 procent av balansräkningen. Jämfört med 2013 har

---

<sup>2</sup> Anförande, Måste Riksbanken gå med vinst?, Swedish House of Finance (SHoF), Stockholm, 2015-01-23.

<sup>3</sup> Protokollsbilaga A. Direktionens särskilda protokoll 121206, 1§. Dnr 2012-855-AFS.

sedlar och mynt minskat med ca 2,5 miljarder kronor. Utskottet konstaterar att posten sedlar och mynt har minskat med ca 22 miljarder kronor under den senaste femårsperioden. Samtidigt har sedelmängdens andel av balansomslutningen minskat från 32 procent till 17 procent.

Eftersom Riksbanken inte betalar någon ränta på skulden utestående sedlar och mynt kan Riksbanken, genom att ge ut sedlar och mynt, finansiera tillgångar med ett motsvarande värde. Riksbanken uppskattar att bankens s.k. Seignorage, dvs. resultatet av rätten att ge ut sedlar och mynt, under 2014 uppgick till 1 058 miljoner kronor av bankens totala nettointäkter på ca 4,2 miljarder kronor. Samtidigt kostade hanteringen av sedlar och mynt 282 miljoner kronor.

Av Riksbankens förvaltningsberättelse framgår vidare att banken genomfört vissa organisationsförändringar för att fördjupa och vidga analysen inom vissa områden, t.ex. för att bättre samordna och fördjupa den finansiella analysen och samla arbetet med betalningssystem och kontanter. Utskottet ser positivt på att Riksbanken fortsatt att utveckla den penningpolitiska analysen, bl.a. studeras företagens prissättningsbeteende, den låga inflationen samt hur makrotillsynen kan påverka makroekonomin. Utskottet ser också positivt på att Riksbanken fortsätter arbetet med att fördjupa analysen av viktiga stabilitetsfrågor som bl.a. att få en bättre bild av hushållens skuldsättning och analysera effekter och konsekvenser av nya regleringar i svensk lagstiftning till följd av den internationella krisen.

## Verksamheten inom IMF

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen avslår en motion om verksamheten inom IMF.

### Motionen

I motion 2014/15:80 av Hans Linde m.fl. (V) framhålls att utvecklingsländerna i dag har ett begränsat inflytande i IMF och Världsbanken. Sverige bör därför verka för en fortsatt revidering av röstfördelningen i IMF:s högsta beslutande organ för att öka utvecklingsländernas inflytande (yrkande 1). Sverige bör också agera för att utvecklingsländernas inflytande ska öka när det gäller antalet representanter i IMF:s exekutivstyrelse (yrkande 3).

Systemet för tillsättandet av chefer för IMF och Världsbanken är enligt motionärerna oacceptabelt. Sverige ska därför inom IMF och Världsbanken verka för att valet av ordförande ska föregås av en öppen nomineringsprocess och att valet av en lämplig person ska utgå från kompetens och inte landtillhörighet (yrkande 4).

I motionen anförs vidare att regeringen bör undersöka hur man kan öka insynen i och redovisningen av hur den nordisk-baltiska representationen i IMF agerar och vilka resultat man uppnår utifrån den förda politiska linjen (yrkande 5). I andra länder avlägger länderrapportörer årliga rapporter.

Motsvarande ordning vore enligt motionärerna rimlig att Sverige inför tillsammans med de nordiska och baltiska länderna.

Motionärerna vill att allmänheten och ideella organisationer ska ha en större insyn i Sveriges arbete och dess prioriteringar i IMF och Världsbanken. Regeringen bör därför anordna offentliga möten, där regeringen har möjlighet att redovisa och tydliggöra sin tänkta politiska linje inför årsmötena i IMF (yrkande 6).

För att förbättra transparensen i Sveriges arbete i institutionerna och öka riksdagens möjligheter till ansvarsutkrävande anser motionärerna att skrivelsen om verksamheten i bl.a. IMF bör göras årlig (yrkande 7).

Enligt motionärerna är det i dag omöjligt för många utvecklingsländer att självständigt utforma sin ekonomiska politik eftersom det skulle äventyra både lån, skuldavskrivningar och bistånd. För att öka låntagares möjligheter att själva utforma sin ekonomiska politik vill motionärerna att Sverige i IMF verkar för en reformering av institutionens makroekonomiska krav (yrkande 8). Sverige bör även agera för att utformandet av lån och ekonomiskt stöd inte får försvåra möjligheten att uppfylla millenniemålen (yrkande 10). Regeringen bör i IMF agera i samstämmighet med Sveriges politik för global utvecklings (PGU) två mål om fattigdomsbekämpning och om att stärka de fattigas rättigheter (yrkande 11).

I motionen framhålls att klimatförändringarna är vår tids största utmaning. Motionärerna välkomnar att flera av de regionala utvecklingsbankerna på senare år har tagit fram strategier för att främja investeringar i förnybar energi, men anser att arbetet går för långsamt och ges för låg prioritet. Därför vill motionärerna att Sverige agerar så att Kyotoprotokollet implementeras i bankens lånevillkor och så att lån till utvecklingsländerna ligger i linje med klimatmålet (yrkande 13). Sverige bör också agera för att privatiseringar inom vattensektorn inte ska vara ett krav för att lån ska beviljas (yrkande 14).

### **Tidigare behandling i utskottet**

Utskottet har tidigare behandlat liknande förslag som de som framförs i motionen, bl.a. i finansutskottets yttrande till utrikesutskottet i samband med behandlingen av regeringens skrivelse om verksamheten i IMF och Världsbanken m.m. samt i samband med finansutskottets behandling av Riksbankens årsredovisning för 2012 (skr. 2011/12:154, skr. 2013/14:139, yttr. 2012/13:FiU1y och yttr. 2013/14:FiU7y, bet. 2012/13:FiU23).

Utskottet framhöll bl.a. att det är viktigt att riksdagen får god information om och möjlighet till inflytande över Sveriges agerande i de internationella finansiella institutionerna. Utskottet ansåg att regeringens skrivelse om verksamheten i IMF och Världsbanken m.m. gav riksdagen en möjlighet att följa institutionernas verksamhet, resultat, styrning och organisation. Utskottet ansåg också att det var viktigt att Sverige aktivt använder sitt politiska och ekonomiska inflytande i bl.a. IMF.

När det gäller frågor om utvecklingsländernas inflytande ansåg utskottet att dessa var viktiga för verksamhetens legitimitet. Därför ansåg utskottet att medlemsländernas inflytande i institutionerna bör speglas av deras ekonomiska betydelse i världsekonomin. Samtidigt betonade utskottet vikten av att också små och välutvecklade länder, som i dag ger betydande finansiella bidrag, har ett rimligt inflytande. Utskottet noterade även att en av regeringens prioriterade frågor var att alla länder ska ges möjlighet till insyn i och inflytande över processen vid förhandlingar om förändrat inflytande i IMF. Utskottet kunde också notera att regeringen arbetar för att stärka låg- och medelinkomstländernas inflytande i Världsbanken, vilket utskottet välkomnade.

När det gäller frågor om styrning i de internationella organisationerna ansåg utskottet att det var viktigt att institutionernas ledningar tillsätts i öppna och meritbaserade processer som är öppna för sökande från alla länder. Utskottet välkomnade det ökade inslaget av mer öppna och meritbaserade processer i de senaste tillsättningarna av Världsbankens chef respektive vice cheferna i Europarådets utvecklingsbank. Utskottet välkomnade även de framsteg som gjorts inom bl.a. Världsbanken och IMF med framtagande av processer för tillsättning av institutionernas högsta chefer, som slår fast att kandidater från alla medlemsländer ska kunna söka tjänsterna.

När det gäller frågor om IMF:s lånevillkor konstaterade utskottet att IMF under de senaste åren reformerat sitt låneramverk och att IMF dessutom i betydligt högre grad än tidigare betonar vikten av att skydda sociala utgifter och andra viktiga utgifter vid budgetnedskärningar och andra åtgärder. Utskottet noterade också att det pågår ett löpande och omfattande arbete inom IMF med att utvärdera den s.k. konditionaliteten och utformningen av låneprogrammen.

Utskottet kunde också notera att det i samband med de resursförstärkningar som genomförts, med anledning av den ekonomiska och finansiella krisen, har ställts krav på att frågor som klimat, miljö och jämställdhet ska få ett ökat genomslag i institutionernas verksamhet, vilket utskottet välkomnade.

Utskottet betonade även vikten av att riksdagen får god information om verksamheten i de internationella institutionerna och möjlighet till inflytande över Sveriges agerande i institutionerna.

Utskottet avstyrkte samtliga motionsyrkanden.

### **Finansutskottets ställningstagande**

Utskottet har vid tidigare tillfällen behandlat motsvarande motionsyrkanden bl.a. i betänkande 2012/13:FiU23. Utskottet har inte ändrat uppfattning sedan dess men vill ändå kommentera delar av frågeställningarna.

När det gäller inflytande i IMF kan utskottet notera att det fortfarande är osäkert när de reformer av IMF:s styrning som beslutades 2010 kommer att genomföras. Detta är en följd av att framför allt USA ännu inte har ratificerat reformerna i kongressen. Som det ser ut nu är det därför osäkert när reformerna

kan genomföras. Reformerna innebär bl.a. skifte i röststyrka till utvecklingsländer och två utökade platser i IMF:s styrelse till förmån för utvecklingsländer. Vikten av att reformerna omgående träder i kraft för att stärka IMF:s effektivitet och legitimitet framhölls också av den nordisk-baltiska valkretsen vid höstmötet 2014, vilket bl.a. framgår av den senaste redogörelsen<sup>4</sup> från den nordisk-baltiska valkretsen. Utskottet noterar att frågan kommer att diskuteras på IMF:s och Världsbankens vårmöte i april 2015.

Regeringens skrivelse om bl.a. IMF lämnas till riksdagen vartannat år. När det gäller förslag om att skrivelsen bör göras årlig vill utskottet påminna om att informationen om verksamheten i IMF också lämnas på andra sätt än genom skrivelsen, bl.a. i de årliga budgetpropositionerna och skrivelser om biståndets resultat. Dessutom lämnar regeringen muntlig information till utrikes- och finansutskottet inför de årliga vår- och höstmötena. Vidare redovisar den nordisk-baltiska gruppen sin syn och sina ståndpunkter på den politiska utvecklingen inom IMF två gånger per år.

När det gäller frågor om klimat- och miljöarbete inom IMF anser utskottet i likhet med regeringen att de internationella finansiella institutionerna har en viktig roll för att främja en miljö- och klimatmässigt hållbar utveckling genom att integrera miljö- och klimatfrågor i sina verksamheter och för att bidra till att uppfylla behov av och åtaganden om klimatfinansiering (skr. 2013/14:139). Utskottet noterar att regeringens bedömning är att de internationella finansiella institutionerna har gjort framsteg på båda dessa områden och är pådrivande för att ytterligare åtgärder vidtas. Regeringen välkomnar att flera av institutionerna har beslutat om nya strategiska planer för miljö- och klimatfrågor samt nya strategier för investeringar i energiprojekt. Regeringen har vid framtagandet av institutionernas nya strategier verkat för en hög ambitionsnivå, med tydliga målsättningar och ramverk för att följa upp resultaten. Att investeringar i förnybar energi ska öka och att investeringar i kolkraft ska begränsas till undantagsfall har varit prioriterade frågor. Regeringen har även verkat för att institutionerna ska utveckla, stödja och kanalisera innovativ miljö- och klimatrelaterad finansiering samt främja marknadsmekanismer.

Mot bakgrund av det arbete som genomförts och det som pågår inom de områden som motionärerna tar upp avstyrks de aktuella motionsyrkandena.

---

<sup>4</sup> International Monetary and Financial Committee, Thirtieth Meeting October 11, 2014, <https://www.imf.org/External/AM/2014/imfc/statement/eng/fin.pdf>

## En svensk utvecklingspolitik för jämställdhet

### Utskottets förslag i korthet

Riksdagen avslår två motioner om jämställdhetsperspektiv i IMF:s strategier för fattigdomsbekämpning.

### Motionen

I motion 2014/15:80 av Hans Linde m.fl. (V) anser motionärerna att det finns ett behov av att på ett mer strukturerat sätt inkludera ett jämställdhetsperspektiv i IMF:s arbete. Sverige bör därför inom IMF verka för att all verksamhet ska genomsyras av ett jämställdhetsperspektiv och att verksamheten alltid utvärderas utifrån konventionen om avskaffande av all slags diskriminering av kvinnor (yrkande 12).

I motion 2014/15:81 av Hans Linde m.fl. (V) framhålls att ett jämställdhetsperspektiv behöver genomsyra institutionernas strategier för fattigdomsbekämpning och att kvinnor måste inkluderas i arbetet med att ta fram dessa. Sverige bör inom IMF verka för att institutionernas avtal och program alltid ska innehålla en analys av hur effekterna förhåller sig till konventionen om avskaffande av all slags diskriminering av kvinnor (yrkande 10).

### Tidigare behandling i riksdagen

Ett motsvarande yrkande behandlades av utrikesutskottet i samband med behandlingen av regeringens skrivelse 2013/14:139 Redovisning av verksamheten i IMF, Världsbanken samt de regionala utvecklings- och investeringsbankerna 2012 och 2013 (bet. 2013/14:UU9). I betänkandet konstaterade utrikesutskottet att jämställdhet är en av tre svenska prioriteringar för utvecklingssamarbetet. Utrikesutskottet välkomnade därför att regeringen varit pådrivande för att ytterligare integrera jämställdhetsfrågor i de finansiella institutionernas verksamhet. Vidare konstaterades att det enligt skrivelsen fanns en växande insikt i institutionerna om betydelsen av jämställdhet mellan män och kvinnor för att främja ekonomisk och social utveckling. Bakgrunden till denna utveckling redovisades i Världsbankens World Development Report 2012, som behandlade temat jämställdhet och utveckling. I rapporten, som presenterades för utrikesutskottet och finansutskottet i november 2011, angavs bl.a. att jämställdhet inte bara är ett viktigt mål i sig utan även att investeringar i jämställdhet kan ge stora samhällsekonomiska vinster.

Vidare välkomnade utrikesutskottet att 98 procent av Världsbankens utlåning under 2013 hade ett integrerat jämställdhetsperspektiv, vilket var en avsevärd ökning jämfört med 2010 då motsvarande andel var 54 procent. Det noterades också att förbättringar även gjorts i övriga institutioner. Utrikesutskottet underströk dock vikten av att regeringen fortsätter att vara pådrivande för att ytterligare utveckla jämställdhetsarbetet inom samtliga finansiella institutioner. Utrikesutskottet ansåg att det var av särskild vikt att

integrera jämställdhetsfrågor i olika ekonomiska sektorer, som infrastruktur och energi, där utvecklingen enligt skrivelsen fortfarande släpade efter.

Mot den bakgrunden avstyrkte utskottet motionsyrkandet.

### **Kompletterade information**

I samband med IMF:s och Världsbankens årsmöte 2014 informerade de ansvariga ministrarna finansutskottet om att regeringen bl.a. drev på för att jämställdhetsaspekterna skulle betonas tydligare inom ramen för Världsbankens fattigdomsbekämpning. Regeringen ansåg bl.a. att kvinnors deltagande på arbetsmarknaden och egna inkomster är centrala för snabbare tillväxt och minskad fattigdom (fakta-PM 2014-03-28 Möte med finans- och utrikesutskotten inför IMF:s och Världsbankens vårmöten 2014). Detta framhölls även av de ansvariga ministrarna inför IMF:s och Världsbankens årsmöte 2015.

### **Finansutskottets ställningstagande**

Finansutskottet delar utrikesutskottets ställningstagande (se under rubriken ovan Tidigare behandling i riksdagen). Finansutskottet vill även framhålla att den ansvariga ministern informerade finansutskottet hösten 2014 om att regeringen bl.a. drev på för att jämställdhetsaspekterna skulle betonas tydligare inom ramen för Världsbankens fattigdomsbekämpning. Utskottet anser precis som regeringen att kvinnors deltagande på arbetsmarknaden och egna inkomster är centrala för snabbare tillväxt och minskad fattigdom. Världsbanken har nyligen tillsammans med IMF, de regionala utvecklingsbankerna och Europeiska investeringsbanken tagit fram en rapport som beskriver hur de internationella finansiella institutionerna kan verka för att mobilisera resurser till genomförandet av post 2015-agendan. Utskottet kan i detta sammanhang notera att regeringen och den nordisk-baltiska valkretsen har kritiserat rapporten och i Världsbankens styrelse begärt att rapporten ska kompletteras med bl.a. ett jämställdhetsperspektiv.

Mot bakgrund av vad som sagts ovan avstyrker finansutskottet motionsyrkandena.

## **Den svenska guldreserven**

### **Utskottets förslag i korthet**

Riksdagen avslår en motion om den svenska guldreserven.

### **Motionen**

I motion 2014/15:2081 av Markus Wiechel (SD) anser motionären att allt guld som förvaras utomlands omgående bör tas hem (yrkande 1). Sverige bör också

göra en egen inventering av den svenska guldreserven för att säkerställa att den finns där den är tänkt att finnas (yrkande 2).

### **Tidigare behandling i utskottet**

I samband med behandlingen av Riksbankens årsredovisning för 2013 behandlade utskottet ett motsvarande motionsyrkande om den svenska guldreserven (bet. 2013/14:FiU23). I betänkandet ansåg utskottet att den svenska guldreserven inte borde tas hem från utlandet. Det skäl som angavs var bl.a. att guldet snabbt måste kunna omvandlas till likvida medel t.ex. i händelse av krig, varför det ansågs viktigt att guldet förvaras nära de stora handelsplatserna för guld, t.ex. Storbritannien. När det gäller inventering av guldet framhöll utskottet att Riksbanken hade påbörjat en sådan och att guldinnehavet hade inventerats i två av de fyra utländska centralbankerna. Mot den bakgrunden avstyrkte utskottet motionen.

### **Finansutskottets ställningstagande**

Som utskottet tidigare uttryckt bör guldreserven inte tas hem till Sverige utan förvaras nära de stora handelsplatserna, t.ex. Storbritannien där de snabbt kan omvandlas till likvida medel. När det gäller inventering av guldet kan utskottet notera att Riksbanken nu har genomfört inspektioner i samtliga fyra utländska centralbanker där guldreserven förvaras.

Mot den bakgrunden avstyrker utskottet motionsyrkandena.



# Reservationer

## 1. Verksamheten i IMF, punkt 2 (V)

av Håkan Svenneling (V).

### *Förslag till riksdagsbeslut*

Jag anser att förslaget till riksdagsbeslut under punkt 2 borde ha följande lydelse:

Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i reservationen. Därmed bifaller riksdagen motion 2014/15:80 av Hans Linde m.fl. (V) yrkandena 1, 3–8, 10, 11, 13 och 14.

### *Ställningstagande*

I dag har utvecklingsländerna ett begränsat inflytande i IMF. Även om förändringar har skett när det gäller röstfördelningen så är det fortfarande USA som dominerar och procentuellt sett har flest röster och kan blockera icke önskvärda beslut. 2010 genomfördes en reform av IMF som innebar flera steg i rätt riktning. Tyvärr har dess förslag inte trätt i kraft på grund av att USA vägrar att genomföra styrningsreformen. Sverige bör därför verka för en fortsatt revidering av röstfördelningen i IMF:s högsta beslutande organ, guvernörsstyrelsen, för att öka utvecklingsländernas inflytande.

Guvernörsstyrelsen har delegerat beslutanderätten i nästan alla frågor till exekutivstyrelsen. Fördelningen av platser i IMF:s styrelse bygger inte på att varje land har en likvärdig röststyrka. Det är inte rimligt ur demokratisk synpunkt. Sverige bör därför agera för att utvecklingsländernas inflytande ökar även när det gäller antalet representanter i IMF:s exekutivstyrelse.

Sedan IMF bildades har traditionen varit att det alltid är en europé som är ordförande i IMF, oberoende av om det finns någon från den övriga världen som är mer kompetent. Enligt min mening är systemet för tillsättningen av IMF:s chefer oacceptabelt. Jag anser därför att Sverige ska verka för att tillsättningen ska föregås av en öppen nomineringsprocess och att en lämplig person ska väljas utifrån kompetens och inte landtillhörighet.

Det är av allmänt intresse för medborgarna hur Sveriges representation i IMF agerar och vad som uppnås. I andra länder avlägger länderrapportörer t.ex. årliga rapporter. I USA, Storbritannien, Tyskland, Frankrike och Italien läggs dessa rapporter ut på internet. Sverige borde tillsammans med de nordisk-baltiska länderna införa en motsvarande ordning. Regeringen bör därför undersöka hur man kan öka insynen och redovisningen av hur den nordisk-baltiska representanten i IMF agerar och vilka resultat man uppnår utifrån den förda linjen. För att öka insynen för allmänheten och ideella organisationer bör regeringen även ordna offentliga möten inför IMF:s vår- och höstmöten. Skrivelserna om verksamheten inom bl.a. IMF bör vidare göras

årlig för att öka transparensen i Sveriges arbete i institutionerna och för att öka riksdagens möjligheter att utkräva ansvar.

IMF ställer liksom alla banker upp villkor för att ett land ska beviljas lån eller för att gamla lån ska skrivas av. Denna s.k. konditionalitet är många gånger präglad av enkelspårighet och inte anpassad till det enskilda landets specifika situation. För att få lån har många länder t.ex. tvingats göra nedskärningar i de offentliga utgifterna. Varje land måste ha rätt att på sina egna villkor utforma sin ekonomiska politik. Sverige bör därför verka för en reformering av IMF:s makroekonomiska krav.

Vid ett flertal tillfällen har IMF även ställt krav som direkt motverkat genomförandet av de s.k. milleniemålen. Sverige bör därför agera i IMF för att utformandet av lån och ekonomiskt stöd inte får försvåra möjligheterna att uppfylla milleniemålen.

Jag anser också att regeringen i IMF bör agera samstämmigt med de två målen om fattigdomsbekämpning och att stärka de fattigas rättigheter i Sveriges politik för global utveckling (PGU).

IMF:s lån, råd och bidrag är inte könsneutrala. Krav på en avreglerad sektor eller bidrag till olika satsningar påverkar män och kvinnor på olika sätt och i olika grad. Trots det saknas ofta genusanalyser i IMF:s strategier. Sverige bör därför inom IMF verka för att all verksamhet ska genomsyras av ett jämställdhetsperspektiv och att all verksamhet alltid ska utvärderas utifrån konventionen om avskaffande av all slags diskriminering av kvinnor.

Klimatförändringarna är vår tids största utmaning. IMF har en möjlighet att styra resurser till åtgärder som leder till att klimatmålen uppnås. Därför bör Sverige agera i IMF så att Kyotoprotokollet genomförs i bankens lånevillkor och att lån till utvecklingsländerna ligger i linje med klimatmålen.

Vatten är en livsnödvändighet för människor och kan inte betraktas som vilken vara som helst på marknaden. Distribution av vatten är ett s.k. naturligt monopol, och då bör det finnas en demokratisk och gemensam styrning av denna resurs. Omfattande kritik har riktats mot att IMF ställer krav på att vattenverk och liknande ska privatiseras för att landet ska beviljas lån. Enligt min mening bör Sverige agera för att privatiseringar inom vattensektorn inte ska vara ett krav för att beviljas lån.

Vad som här anförts bör riksdagen som sin mening ge regeringen till känna.

## **2. En svensk utvecklingspolitik för jämställdhet, punkt 3 (V)**

av Håkan Svenneling (V).

### *Förslag till riksdagsbeslut*

Jag anser att förslaget till riksdagsbeslut under punkt 3 borde ha följande lydelse:

Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförts i reservationen. Därmed bifaller riksdagen motionerna 2014/15:80 av Hans Linde m.fl. (V) yrkande 12 och

2014/15:81 av Hans Linde m.fl. (V) yrkande 10.

### *Ställningstagande*

IMF har under flera decennier spelat en avgörande roll för många länder i syd. Genom de krav man ställt har man haft stort inflytande över utformningen av den ekonomiska politiken i många länder. IMF har också spelat en central roll i framtagandet av de fattigdomsstrategier som flera länder i syd i dag arbetar utifrån. När det kommer till jämställdhetsfrågor, miljö eller fattigdomsbekämpning har IMF tyvärr inte något gott rykte. Ett jämställdhetsperspektiv behöver konsekvent genomsyra IMF:s strategier, och kvinnor måste inkluderas i arbetet med att ta fram dem. Sverige bör därför inom IMF verka för att institutionernas avtal, program och strategier alltid ska innehålla en analys av hur effekterna förhåller sig till konventionen om avskaffande av all slags diskriminering av kvinnor.

Vad som här anförts bör riksdagen som sin mening ge regeringen till känna.

BILAGA 1

## Förteckning över behandlade förslag

### Framställning 2014/15:RB1

*Framställning 2014/15:RB1 Årsredovisning för Sveriges riksbank för räkenskapsåret 2014:*

Riksdagen fastställer Riksbankens resultaträkning och balansräkning enligt förslaget i årsredovisningen för räkenskapsåret 2014.

### Redogörelse 2014/15:RR2

Redogörelse 2014/15:RR2 Riksrevisionens redogörelse om revisionsberättelsen över Sveriges riksbanks årsredovisning 2014.

### Framställning 2014/15:RB2

*Framställning 2014/15:RB2 Förslag till disposition av Riksbankens vinst för räkenskapsåret 2014 samt riksbanksfullmäktiges verksamhetsberättelse för 2014:*

1. Riksdagen fastställer förslaget till disposition av Riksbankens vinst för räkenskapsåret 2014.
2. Riksdagen godkänner att inleveransen sker senast en vecka efter riksdagens beslut, lämpligen i samband med att Riksbanken genomför den veckovisa öppna marknadsoperationen.

### Motioner från allmänna motionstiden 2014/15

*2014/15:80 av Hans Linde m.fl. (V):*

1. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige bör verka för en fortsatt revidering av röstfördelningen i Internationella valutafondens (IMF) högsta beslutande organ för att öka utvecklingsländernas inflytande.
3. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige bör agera för att utvecklingsländernas inflytande ska öka, inte bara i röststyrka, utan även vad gäller antalet representanter i Internationella valutafondens (IMF) exekutivstyrelse.
4. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sveriges i Internationella valutafonden (IMF) bör verka för att valet av ordförande ska föregås av en öppen

- nomineringsprocess och att valet av en lämplig person ska utgå från kompetens och inte landstillhörighet.
5. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att regeringen bör undersöka hur man kan öka insynen i och redovisningen av hur den nordisk-baltiska representanten i Internationella valutafonden (IMF) agerar och vilka resultat man uppnår utifrån den förda politiska linjen.
  6. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att regeringen bör anordna offentliga möten, där regeringen har chans att redovisa och tydliggöra sin tänkta politiska linje inför årsmötena i Internationella valutafonden (IMF).
  7. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att skrivelsen om verksamheten i Internationella valutafonden (IMF) bör göras årlig för att förbättra transparensen i Sveriges arbete i institutionerna och öka riksdagens möjligheter till ansvarsutkrävande.
  8. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige i Internationella valutafonden (IMF) bör verka för en reformering av institutionernas makroekonomiska krav för att öka låntagares möjligheter att själva utforma sin ekonomiska politik.
  10. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige i Internationella valutafonden (IMF) bör agera för att utformandet av lån och ekonomiskt stöd inte får försvåra möjligheterna att uppfylla millenniemålen.
  11. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att regeringen i Internationella valutafonden (IMF) bör agera i samstämmighet med Sveriges politik för global utvecklings (PGU) två mål om fattigdomsbekämpning och om att stärka de fattigas rättigheter.
  12. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige inom Internationella valutafonden (IMF) ska verka för att all verksamhet ska genomsyras av ett jämställdhetsperspektiv och att den alltid ska utvärderas utifrån konventionen om avskaffande av all slags diskriminering av kvinnor.
  13. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige i Internationella valutafonden (IMF) bör agera så att Kyotoprotokollet implementeras i bankens lånevillkor och så att lån till utvecklingsländerna ligger i linje med klimatmålen.
  14. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige i Internationella valutafonden (IMF) bör agera för att privatiseringar inom vattensektorn inte ska vara ett krav för att beviljas lån.

*2014/15:81 av Hans Linde m.fl. (V):*

10. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att Sverige inom Internationella valutafonden (IMF), Världsbanken och de regionala utvecklingsbankerna ska verka för att institutionernas avtal och program alltid ska innehålla en analys av hur effekterna förhåller sig till konventionen om avskaffande av all slags diskriminering av kvinnor.

*2014/15:2081 av Markus Wiechel (SD):*

1. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att ta hem de svenska guldreserverna från utlandet.
2. Riksdagen tillkännager för regeringen som sin mening vad som anförs i motionen om att göra en egen inventering av de svenska guldreserverna.

## BILAGA 2

## Balansräkning och resultaträkning

**Balansräkning***Miljoner kronor*

<b>Tillgångar</b>	2014-12-31	2013-12-31
Guld	37 529	31 425
<b>Fordringar i utländsk valuta på hemmahörande utanför Sverige</b>		
Fordringar på IMF	34 684	32 873
Banktillgodohavanden, lån och värdepapper	414 156	352 911
<i>Totalt</i>	448 840	385 784
<b>Utlåning i svenska kronor till kreditinstitut i Sverige relaterad till penningpolitiska transaktioner</b>		
Strukturella transaktioner	–	–
Utlåningsfacilitet	33	–
<i>Totalt</i>	33	–
<b>Värdepapper i svenska kronor utgivna av hemmahörande i Sverige</b>	11 126	9 534
<b>Övriga tillgångar</b>		
Materiella och immateriella anläggningstillgångar	671	690
Finansiella tillgångar	522	522
Derivatinstrument	–	–
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	3 323	3 314
Övriga tillgångar	357	358
<i>Totalt</i>	4 873	4 884
<b>Summa tillgångar</b>	<b>502 401</b>	<b>431 627</b>

<b>Skulder och eget kapital</b>	2014-12-31	2013-12-31
<b>Utelöpande sedlar och mynt</b>		
Sedlar	77 887	80 294
Mynt	5 337	5 406
<i>Totalt</i>	83 224	85 700
<b>Skulder i svenska kronor till kreditinstitut i Sverige relaterade till penningpolitiska transaktioner</b>		
Inlåningsfacilitet	130	580
Finjusterande transaktioner	14 673	21 085
<i>Totalt</i>	14 803	21 665
<b>Emitterade skuldcertifikat</b>	35 004	24 989
<b>Skulder i svenska kronor till hemmahörande utanför Sverige</b>	1 983	707
<b>Skulder i utländsk valuta till hemmahörande i Sverige</b>	228 331	193 117
<b>Skulder i utländsk valuta till hemmahörande utanför Sverige</b>	–	–
<b>Motpost till särskilda dragningsrätter som tilldelats av IMF</b>	25 504	22 265
<b>Övriga skulder</b>		
Derivatinstrument	2 905	197
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 063	763
Övriga skulder	64	48
<i>Totalt</i>	4 032	1 008
<b>Avsättningar</b>	112	169
Värderegleringskonton	53 111	25 677
Eget kapital		
Grundfond	1 000	1 000
Reserver	52 030	57 341
<i>Totalt</i>	53 030	58 341
<b>Årets resultat</b>	<b>3 267</b>	<b>–2 011</b>
<b>Summa skulder och eget kapital</b>	<b>502 401</b>	<b>431 627</b>



**Resultaträkning***Miljoner kronor*

	2014	2013
Ränteintäkter	4 193	4 113
Räntekostnader	-1 761	-1 684
Nettoresultat av finansiella transaktioner och nedskrivningar	1 631	-3 784
Avgifts- och provisionsintäkter	64	65
Avgifts- och provisionskostnader	-15	-12
Erhållna utdelningar	39	55
Övriga intäkter	33	26
<b>Summa nettointäkter</b>	<b>4 184</b>	<b>-1 221</b>
Personalkostnader	-361	-375
Administrationskostnader	-322	-316
Avskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar	-62	-48
Sedel- och myntkostnader	-172	-51
<b>Summa kostnader</b>	<b>-917</b>	<b>-790</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>3 267</b>	<b>-2 011</b>

BILAGA 3

## Protokoll från öppen utfrågning om penningpolitiken den 19 augusti 2014

Tid: tisdagen den 19 augusti kl. 09.00–11.00

Plats: Skandiasalen

Inbjudna:

Stefan Ingves, riksbankschef

Martin Flodén, vice riksbankschef

Deltagare:

Anna Kinberg Batra (M), ordförande

Fredrik Olovsson (S), vice ordförande

Peder Wachtmeister (M)

Göran Pettersson (M)

Pia Nilsson (S)

Jonas Jacobsson Gjörtler (M)

Jörgen Hellman (S)

Carl B Hamilton (FP)

Bo Bernhardsson (S)

Marie Nordén (S)

Sven-Olov Sällström (SD)

Torbjörn Björklund (V)

Jörgen Andersson (M)

Ardalan Shekarabi (S)

Mats Pertoft (MP)

Roger Tiefensee (C)

Robert Halef (KD)

*Ordföranden Anna Kinberg Batra:* Klockan har slagit 9, och jag hälsar er välkomna till detta finansutskottssammanträde och förklarar det för öppnat. Välkomna också till er som följer oss utifrån till denna öppna utfrågning om den aktuella penningpolitiken. Med oss i dag har vi, som alltid, riksbankschef Stefan Ingves. De vice riksbankscheferna roterar i bokstavsordning, och i dag är det dags för vice riksbankschef Martin Flodén.

Till grund för denna utfrågning har utskottets ledamöter tagit del av dels den penningpolitiska rapporten från i juli, som det finns några exemplar av i salen, dels det penningpolitiska protokollet.

Jag ger ordet till riksbankschefen för hans föredragning, därefter direkt till vice riksbankschefen och sedan till partierna i storleksordning för frågor och diskussion. Utfrågningen avslutas senast kl.11.00

*Stefan Ingves, riksbankschef:* Tack så mycket för att jag än en gång, den här gången tillsammans med Martin Flodén, har fått komma till utskottet för att redogöra för penningpolitiken!

Jag ska berätta om vår bild av svensk ekonomi och hur vi ser på penningpolitiken de närmaste åren. Det gör jag utifrån den prognos som vi diskuterade och enades om i juli när vi fattade vårt senaste beslut.

I vid mening kan man säga att svensk ekonomi har återhämtat sig relativt väl under denna period med ett antal bekymmersamma år på olika håll i världen. Samtidigt har vi ett läge som finns på många andra håll också där inflationen är låg. Jag kommer att redovisa lite vad som kan förklara den låga inflation som vi har haft. Inte minst kommer jag att berätta en del om företagens prissättningsbeteende.

Samtidigt ser vi framför oss en värld där konjunkturen sakta blir bättre. I en sådan värld, givet den mycket expansiva penningpolitiken, finns också skäl att tro att inflationen kommer att stiga vad det lider. Jag tänker också ta upp några frågor som är aktuella när man blickar framåt. Det handlar om hur vi ska positionera svensk penningpolitik givet vad som sker i vår omvärld och i den svenska ekonomin.

Låt oss börja med att beskriva vad som har skett när det gäller produktionen i Sverige och på annat håll i världen och har utgångspunkten att BNP är indexerad i det här fallet till fjärde kvartalet 2007. Det är efter det som de stora ekonomiska bekymren på olika sätt börjar dyka upp och ge sig till känna.

Om man ser på kurvorna beskrivet med start 2007 ser man att det svänger lite mer i Sverige än i USA, vilket man kan förvänta sig i en liten öppen ekonomi. När det gäller bruttonationalproduktens nivå ser ni att återhämtningen i USA och i Sverige är på en helt annan nivå än i en rad andra länder. Den gröna kurvan, handelsvägt, hamnar lite under, vilket inte är särskilt förvånande eftersom vad som sker i övriga Europa spelar stor roll när det gäller svensk handel. Där har det gått mycket sämre, och därför är det en lägre kurva.

Euroområdet är fortfarande inte tillbaka till den nivå som BNP hade innan allt började falla isär. Där återstår stora strukturanpassningar att göra. I fallet Storbritannien är man ungefär på samma nivå som 2007.

Låt oss titta på detta i inflationstermer. Under perioden 2011–2014 har inflationen varit på väg nedåt. Det finns en period här där inflationen har varit ovanligt låg. I många fall, inte minst i Sverige, har den varit oväntat låg. Det är naturligtvis en fråga som har sysselsatt oss mycket de senaste åren. Vi har studerat, resonerat och vridit och vänt på den prisstatistik som finns. Vi har studerat tidsserierna noga. Därutöver har vi tillsammans med Konjunkturinstitutet frågat ett stort antal företag hur de ser på prissättning och vad som leder till de låga prisökningarna.

Samtidigt kan jag lägga till att när vi fattade vårt penningpolitiska beslut fanns inte den sista observationen med. Vi kan se att inflationen är lite högre än vad vi hade föreställt oss. Då hade vi inte utfallet för andra kvartalet 2014.

Låt oss titta på några olika förklaringar till den låga inflation som vi har haft. En faktor som har spelat roll under en tidsperiod, framför allt 2011, 2012 fram till början av 2013, är växelkursen. I samband med den stora krishanteringens deprecierade kronan kraftigt, mycket mer än man kan förvänta sig under något slags normaltillstånd. När sakerna normaliseras någorlunda blir det en appreciering av växelkursen. Det är inte konstigt. Det påverkar naturligtvis prisökningarna.

Under hela perioden har det varit modesta ökningar i energipriserna. Det spelar stor roll i så måtto att energi är en vara som används i produktion av alla andra varor. Det innebär att om energiprisökningarna är låga, om det sedan är oljepriser eller elpriser i Sverige, slår de också igenom på en låg inflationstakt.

Livsmedelspriserna har stigit mycket lite på senare år. Inte minst förefaller det vara så att under hela perioden har en globalt svag efterfrågan lett till att det har varit svårt att ta ut höjda priser. Det har också lett till lägre marginaler i företagssektorn.

En svag efterfrågan har lett till låga marginaler. Det visar också denna enkätundersökning. Vi har ställt ett antal specialfrågor till 1 500 företag. Den här gången har vi fokuserat på framför allt tjänsteföretag, handel och byggsektor. En karakteristik när det gäller prisutveckling är att under en lång period har vi haft ett läge där tjänstepriserna har stigit med i genomsnitt ungefär 2 procent och varupriserna har, inte minst sett globalt och på importpriserna, fallit och legat på minussidan. Vad som har hänt på senare år är att också tjänstepriserna har ökat mindre än tidigare. Därför har det funnits goda skäl för oss att titta alldeles särskilt på vad som sker på den sidan.

Vi är som bäst i färd med att analysera enkätsvaren. Vad vi har lärt oss så här långt är att enkätsvaren verkar stödja det sätt att beskriva inflationsutvecklingen som jag just gjort. Kostnaderna verkar utvecklas någorlunda normalt medan priserna har ökat mindre än normalt. Det innebär i en sådan värld att man får lägre marginaler. Lägre marginaler följer av svag efterfrågan. Det har varit svårt att skjuta i väg prisökningar ut mot slutlig efterfrågan. Det är ett läge som inte kan fortgå hur länge som helst. I något skede ska prisökningarna också skjutas i väg ut mot konsument. Om man tittar på olika indikatorer, till exempel prisplaner, säger man att man har planer på att höja priserna. Ytterst är det en period med svag efterfrågan globalt och i Sverige som har skapat det annorlunda läget.

Med en låg inflation är det naturligt med en låg ränta. I ett historiskt perspektiv är det en mycket låg ränta. Vi konstaterade i juli att inflationen under en period har blivit lägre än vad vi själva har förväntat oss. Då får vi förvänta oss att man bedriver en expansiv penningpolitik. Precis som den röda grafen visar innebär det att räntan börjar stiga först mot slutet av nästa år. Under loppet av 2016 kommer det att vara ett ovanligt läge i ett ekonomisk-historiskt perspektiv. Någonstans med de prognoser som görs kommer konjunkturen att vara balanserad och inflationen, KPIF, när vi räknar bort ränteförändringar, kommer att ligga nära 2 procent samtidigt med en extremt låg räntenivå. Det har mig veterligen inte inträffat tidigare.

Två saker kommer att leda till att inflationen kommer att stiga. Den ena är den mycket expansiva penningpolitiken, och den andra är den allmänna konjunkturutvecklingen både i omvärlden och i Sverige. Den bedömning vi gör är att vi ser framför oss en fortsatt återhämtning i omvärlden. Låt oss titta på den gula kurvan, den amerikanska ekonomin. Vi räknar med god tillväxt i den amerikanska ekonomin under kommande år. Senaste kvartalsnoteringen när det gäller amerikansk tillväxt uppräknad till årstakt är till exempel 4 procent.

Samtidigt fortsätter tudelningen som vi vid det här laget har observerat under lång tid, i den meningen att återhämtningen går bra i USA medan man samtidigt inom euroområdet sliter med en lång rad olika problem. De problemen och frågeställningarna leder till låg tillväxt i Europa. Det är goda utsikter i USA och Storbritannien. Det är en utveckling som så här långt, såvitt vi kan se, är helt i linje med den prognos vi har lagt fram. Samtidigt har vi den senaste tiden sett ett lite svagare utfall i euroområdet. Förväntningarna under hela tidsperioden, den blå kurvan för euroområdet, är låg tillväxt på olika håll i Europa. Det spelar naturligtvis stor roll för svensk ekonomi eftersom vi har så pass mycket handel med Europa på ett eller annat sätt. Samtidigt har BNP i Kina stigit mer än förväntat.

Allt detta sker mot bakgrund av den geopolitiska oro som vi för närvarande observerar. Geopolitisk oro är för övrigt svårt att hantera i prognossammanhang. Vi får observera och se vad som händer framöver. Ett exempel illustreras måhända av den graf som visar inköpschefsindex i tillverkningsindustrin. Vi ser att USA och Sverige är på väg uppåt, medan Europa har en svag rörelse som till och med går lite nedåt. Sammantaget räknar vi med en fortsatt återhämtning i omvärlden.

Konjunkturen i Sverige förbättras. Den här bilden visar kvartalsdata – därav den hackiga kurvan för svensk BNP. Handelsvägd BNP blir tack vare att många länder tas med naturligtvis lite jämnare. Svensk BNP-utveckling ligger förhållandevis nära KIX–BNP-prognosen, vilket är vad man kan förvänta sig givet den svenska ekonomins stora beroende av utrikeshandel. Det betyder en bättre konjunktur utomlands, en låg ränta i Sverige, god konsumtionsefterfrågan och bostadsinvesteringar som utvecklas starkt. Det innebär att vår prognos framöver är tillväxt på 2,2 procent i år, 3,3 procent nästa år och 3,1 procent 2016. Det är i allt väsentligt en konjunkturbild som pekar mot långsam, men än dock, normalisering.

Det som har hänt den senaste tiden är att BNP har blivit lite svagare än vad vi har förväntat oss. Det är framför allt exporten som spelar en roll där, men konsumtion och bostadsinvesteringar, det vill säga inhemsk efterfrågan, är god.

Låt oss titta på detta från ett arbetsmarknadsperspektiv. Prognosen har blivit ungefär som vi har förväntat oss, det vill säga att arbetslösheten ligger på omkring 8 procent. Vi räknar med att arbetslösheten, vilket är i precis i linje med vår prognos, faller gradvis i takt med att efterfrågan stärks under hela prognosperioden.

Det som också har hänt under perioden är att arbetskraft och sysselsättning har vuxit något mer under andra kvartalet än vad vi har räknat med. I takt med att arbetslösheten faller blir det också lättare att höja löner. Höjda löner innebär att kostnadsökningarna ska vidare ut mot konsument på ett eller annat sätt. Tillsammans med den expansiva penningpolitiken finns det skäl att tro att inflationen kommer att stiga snabbt framöver när de gamla årstalen, så att säga, faller ur. Det innebär att, såvitt vi kan se, om ränteförändringar räknas bort, vi kommer att få en inflationstakt på omkring 2 procent i början av 2016.

Den allra senaste observationen när det gäller inflationstakten var sådan att KPI-inflationen blev lite högre än vad vi hade väntat oss, och KPIF-inflationen var två tre tiondelar högre än vad vi hade räknat med i vår prognos. Det verkar gälla många underkategorier när det gäller inflation, det vill säga varor, tjänster, energi och livsmedel.

Samtidigt lever vi med den fråga som vi har diskuterat många gånger i det här rummet. En låg ränta gör det billigt att låna. Ännu lägre ränta är bra när det gäller att få upp inflationen, men den leder också till att riskerna ökar i ekonomin. Såvitt vi kan se kommer hushållens höga skuldsättning att öka under perioden framför oss. Stigande skulder har observerats och påtalats av EU-kommissionen och Internationella valutafonden. Det innebär att under överskådlig tid har vi att hantera skuldfrågan i svensk ekonomi. Det är i ett läge när den allmänna räntenivån är låg.

Vi vill naturligtvis inte att det här ska ta en ände med förskräckelse. Erfarenheten av en krasch på bostadsmarknaden är sådan i en lång rad olika länder att det blir fallande tillväxt och hög arbetslöshet. Det tar normalt sett årtal att kravla sig ur detta. På individ- och hushållsnivå är det många enskilda människor som far illa. Därför är det angeläget att inte hamna i det läget. Det gäller att hitta en lagom kombination av åtgärder som på ett eller andra sätt gör det svårare att låna. Vår uppfattning är att de åtgärder som har vidtagits så här långt inte räcker. Det krävs ytterligare åtgärder för att hantera frågan. Det är sannolikt så att det inte heller räcker med att enbart rikta åtgärder mot den finansiella sektorn genom att till exempel öka bankernas eget kapital. På ett eller annat sätt behöver man vidta åtgärder som direkt riktas mot hushållens efterfrågan på krediter. Då talar vi om amorteringskrav och skattesystem. Det finns en lång rad kända åtgärder i en portfölj av åtgärder som spelar roll när det gäller att hantera den frågan.

Vi har hamnat i ett läge där hela systemet när det gäller synen på bostadsfinansiering har gradvis ändrats under en tioårsperiod mot alltmer lån till rörlig ränta och låga eller inga amorteringar alls. Det är angeläget att vi återgår till något mer traditionellt när det gäller bostadsfinansiering. Det gör man inte över natt, utan det kommer att ta ett antal år att hantera frågan på en rad olika sätt. Det har vi att gemensamt i detta land sköta på ett sådant sätt att vi inte försätter oss i stora problem.

Några viktiga frågor framöver när det gäller penningpolitiken och ekonomisk utveckling i största allmänhet är att det mest sannolika är att olika centralbanker kommer att höja räntan i olika takt. Återhämtningen på olika håll i världen är inte helt synkroniserad. Det innebär att våra centralbanker och handelspartner kommer att röra sig i lite olika takt. En stor fråga framgent när det gäller ekonomins utveckling, inte minst penningpolitiken, är hur vi ska positionera oss i en sådan värld när rörelserna kommer att se olika ut och där det inte heller är helt lätt att förutse i vilken takt det kommer att ske. Det kommer att ske mot bakgrund av att inflationstrycket högst sannolikt kommer att se olika ut på olika håll i världen. Det påverkar inflationstrycket i Sverige och växelkursen. Det är något som vi har att hantera de närmaste åren.

Om inga andra åtgärder vidtas när det gäller hushållens skuldsättning, nuvarande räntenivå, och skulderna fortsätter att växa kraftigt, kommer penningpolitiken på ett eller annat sätt att påverkas. Då får vi ett svårt läge där skuldutvecklingen inte är långsiktigt hållbar. Det behöver också hanteras i fråga om penningpolitiken. I annat fall försätter vi oss i ett självförvållat mycket svårt läge när det gäller utvecklingen i svensk ekonomi. Det behöver vi undvika. Då kommer vi inte undan. Då kommer det också att påverka penningpolitiken.

Samtidigt är det viktigt att inflationen stiger mot målet. I vårt grundscenario kommer det att bli så eftersom efterfrågan i Sverige är god och den allmänna ekonomiska utvecklingen i världen såvitt vi kan se leder till att inflationen stiger. Men vi vet också av erfarenhet att prognoser är svåra att göra. Det kan hända allt möjligt i vår omvärld. Om inflationen inte stiger mot målet får vi naturligtvis ompröva våra beslut. I första hand handlar det om en fortsatt mycket expansiv penningpolitik där räntehöjningar skjuts på framtiden. Om inte det räcker får vi använda andra verktyg för att se till att det finns ett gott utbud av krediter i den svenska ekonomin så att efterfrågan kan hållas uppe.

Vårt grundscenario i beslutsfattandet är att konjunkturen förbättras, och det leder till att inflationen stiger. Om det inte är fallet, därför att vi hamnar i ett helt oförutsett läge geopolitiskt eller inom den europeiska ekonomin i övrigt på ett eller annat sätt, får vi naturligtvis hantera det den dagen.

Låt mig summera. Vi behöver hålla en låg ränta ett antal år framöver. Det är inte minst i ett historiskt perspektiv en mycket låg ränta. Det leder till att inflationen ska stiga mot 2 procent. Som alltid när vi gör prognoser antar vi att saker och ting så småningom normaliseras. Normaliseringen denna gång, såvitt vi kan se, kommer att innebära att när inflationen och tillväxten i någon mening är normal kommer vi fortsättningsvis, i ett historiskt perspektiv, att ha en låg räntenivå.

*Martin Flodén, vice riksbankschef:* Tack för att jag har fått komma hit!

Jag tänkte fokusera på det senaste räntebeslutet i juli när vi sänkte reporäntan med 50 punkter. Jag ska försöka förklara varför vi valde att föra en mer expansiv penningpolitik i det läget.

Jag tänkte också ta upp några frågor som jag har mött med anledning av beslutet och som jag även har stött på före räntebeslutet.

Det främsta skälet till att vi valde att sänka räntan är förstås att inflationen är så låg och att den har varit låg under en lång period. Inflationen började tydligt falla under inflationsmålet under 2011. Sedan har den fortsatt att falla och varit klart under vårt mål på 2 procent i åtminstone tre år.



Som Stefan redogjorde är det inte någon enskild faktor som kan förklara nedgången i inflationen. Det är en bred nedgång i inflationen som beror på många olika faktorer. Den här bilden visar tre olika mått på underliggande inflation när vi rensar bort de delar av inflationen som brukar vara mest volatila eller utsättas för mest tillfälliga störningar. Vi ser tydligt att den underliggande inflationen har fallit under flera år. En kort sammanfattning av några av skälen är att efterfrågan har varit låg, kanske främst i omvärlden men delvis även i Sverige. Stefan redogjorde för en tydligare dekomponering av skälen bakom.

Att den underliggande inflationen har fallit så tydligt och är så pass låg tyder på att det underliggande inflationstrycket är lågt. Ett lågt underliggande inflationstryck gör att vi förväntar oss att det inte kommer att vara helt lätt att få upp inflationen, åtminstone om vi inte för en expansiv penningpolitik. Det är vad vi har valt att göra. Det behövs en expansiv penningpolitik i ett läge med ett så lågt inflationstryck. Det gäller särskilt mycket när samma omständigheter råder i omvärlden. Vi har sett framför allt i euroområdet att ECB för en alltmer expansiv penningpolitik. Våra förväntningar på omvärldens styrräntor är låga och har också reviderats ned under den senaste tiden. Om vi inte har en låg ränta kommer växelkursen att påverkas. En högre växelkurs kommer bland annat att medföra ännu lägre inflation.

Förutom att inflationen är låg, som Stefan sa, har den också varit överraskande låg. När jag besökte utskottet i november förra året visade jag denna bild där det framgår hur vi under 2013 upprepade gånger reviderade vår inflationsprognos. De fyra linjerna har rört sig åt höger i diagrammet när vi har lagt fram nya prognoser under 2013.

Låt oss se på vad som har hänt därefter. Jag uppdaterar med vår senaste inflationsprognos från i juli. Då kan ni se att inflationen har blivit ännu lägre än vad vi trodde för ett år sedan, och vår prognos framöver är också lägre än vad vi trodde tidigare. Det här har vi sett trots att vi, sedan jag var här förra gången, har sänkt räntan. I december 2013 sänkte vi med 25 punkter, och nu i juli sänkte vi med 50 punkter. Vi för nu en betydligt mer expansiv penningpolitik än vad vi såg framför oss för ett år sedan. Vi har också skjutit på tidpunkten när vi tror att vi kommer att börja höja reporäntan igen. Om vi inte hade lagt fram denna nya reporäntebanan nu med lägre reporänta och en flackare bana framöver hade förstås inflationsprognosen varit ännu lägre än vad vi ser här.

Jag tänkte ta upp tre frågeställningar kopplade till det här beslutet.

Den första är om det är ett problem att inflationen har blivit så låg. Spelar det egentligen någon roll? Fokuserar vi på den rätta stora ekonomiska frågan från Riksbankens sida?

Jag menar att svaret är ja. Det är viktigt att vi får upp inflationen mot målet. Det är ett stort problem om inflationen under en lång tidsperiod ligger under målet. Sedan är det självklart så att inflationen kommer att svänga. Vi kommer inte hela tiden att ligga på precis 2 procent. Det jag talar om som ett problem är att inflationen under en lång tidsperiod ligger under målet.

Kanske det främsta problemet med en alltför låg inflation under lång tid är att inflationsmålet fungerar som ett nominellt ankare i vår ekonomi. Det nominella ankaret underlättar för långsiktig ekonomisk planering genom att lägga en grund för inflationsförväntningarna.

Kanske tydligast ser vi det här när det gäller lönebildningen, där det är viktigt för arbetsmarknadens parter att kunna ha en tydlig förväntan om vad som kommer att ske med prisutvecklingen i ett normalläge.

Det här är någonting som vi i Sverige kämpade med under flera decennier, framför allt under 70- och 80-talet och en bit in på 90-talet: att skapa ett nominellt ankare för ekonomin.

Att vi har fått ett tydligt och trovärdigt inflationsmål är en stor framgång som vi måste slå vakt om. Det gör vi enklast medan förtroendet finns kvar, medan inflationsförväntningarna är ganska tydligt förankrade i inflationsmålet. Det gäller alltså att vi agerar med penningpolitiken innan inflationsförväntningarna börjar falla alltför tydligt.

Sedan finns det en rad andra skäl som man kan ange till att det är viktigt att se till att inflationen inte blir alltför låg.

Några av skälen hänger ihop med om inflationen blir överraskande låg. Det tenderar att leda till att de nominella löner som man har kommit överens om vid löneförhandlingarna medför att de reala lönekostnaderna blir högre än planerat. Det leder i sin tur till att arbetslösheten blir onödigt hög.

Överraskande låg inflation tenderar också att omfördela mellan olika grupper i samhället. Det kanske tydligast gäller dem som har tagit stora bolån – de tenderar att förlora på att prisutvecklingen blir för långsam. Det är ett tydligt problem om inflationen systematiskt börjar avvika från inflationsmålet.

Det finns också ett antal andra skäl som man skulle kunna ange, men som jag inte tänkte gå in på i dag.

En annan frågeställning som jag vill ta upp är om den lägre räntan, den mer expansiva penningpolitiken, kommer att fungera.

I det här konjunkturläget hör jag ibland sådana här argument: Konjunkturen är ju ändå på väg att förbättras. Efterfrågan är ganska god i Sverige. Det är omvärlden som det går dåligt för och som gör att vi inte får upp inflationen i Sverige. Kan vi med svensk penningpolitik verkligen göra något åt den utvecklingen?

Jag menar att svaret på den frågan är ja. Även om mycket av det som har gett upphov till en alltför låg inflation i Sverige har genererats i omvärlden kan vi motverka sådana tendenser med den svenska penningpolitiken.

Det gäller kanske särskilt växelkursen. Som jag sade tidigare: Om inte vi också har låg styrränta när styrräntorna är låga i omvärlden kommer kronan att börja stärkas, vilket både hämmar svensk konjunkturutveckling och gör att importpriserna tenderar att bli låga, vilket i sin tur pressar ned inflationstakten i Sverige.

Dessutom är inflationsförväntningarna mycket viktiga för den faktiska inflationsutvecklingen. Om man inte förväntar sig att inflationen kommer att stiga kanske företag sätter sina priser eller lönekontrakt i löneförhandlingarna utifrån andra förväntningar än inflationsmålet.

Genom att agera kraftfullt med penningpolitiken sänder vi nu en tydlig signal om att vi kommer att se till att inflationen stiger mot målet och att det är 2 procents inflation som ska gälla i den svenska ekonomin.

Jag menar att räntesänkningen stärker inhemsk efterfrågan, vilket tenderar att driva upp inflationen. Räntesänkningen motverkar att växelkursen blir alltför stark, och den visar att det är inflationsmålet som är i fokus för penningpolitiken.

Det leder mig till den sista frågeställningen som jag vill ta upp. Om inflationsmålet är i fokus för penningpolitiken, betyder det att vi glömmer bort riskerna med hushållens höga skuldsättning?

Jag håller med om att det låga ränteläget kan ge upphov till olika risker i ekonomin. Det som vi tydligast talar om och ser som en risk i den svenska ekonomin är just att hushållens skulder blir alltför höga och att de fortsätter att växa på grund av de låga räntorna.

Men som jag ser det är det oundvikligt med ett lågt ränteläge nu. Sedan kan man diskutera olika räntebanor och olika nivåer på reporäntan, men en högre reporänta i dag skulle – i alla fall som jag ser det – knappast påverka ränteläget framöver. Det skulle göra att räntan i stället måste hållas låg en längre tid. Dessutom skulle växelkursen bli starkare, inflationen lägre och konjunkturutvecklingen svagare.

Till det kommer att en oväntat låg inflation i sig överför resurser från skuldsatta till långivare. De skuldsatta kan alltså få större problem om inflationen blir överraskande låg. Det här sammantaget gör att jag landar i slutsatsen att en högre reporänta i dag inte skulle göra riskerna med hushållens höga skulder mindre.

Det betyder inte att vi bortser från de riskerna. Jag tycker att det är en viktig uppgift för oss på Riksbanken att fundera på och analysera risker som uppstår på finansiella marknader och i realekonomin när det gäller till exempel hushållens skuldsättning. Ibland kan det vara motiverat för penningpolitiken att också med reporäntan reagera på sådana risker. Men i det läge vi i dag befinner oss i är inte det möjligt, som jag ser det.

Stigande skulder i hushållssektorn måste alltså motverkas med hjälp av andra politikområden.

Jag har en bild av hur hushållens skuldkvot, alltså hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst, har ökat under det senaste dryga decenniet.

Det vi alla vet är att skuldkvoten har ökat kraftigt. Den har möjligtvis stabiliserats under de senaste åren, kanske på grund av de makrotillsynsåtgärder som vi har börjat vidta. Men i vår prognos ligger nu att skuldkvoten återigen kommer att börja öka. Det är ju inte en önskvärd utveckling, utan det är angeläget att vi med hjälp av olika åtgärder utanför penningpolitiken försöker bromsa en sådan utveckling.

Sammanfattningsvis menar jag att det är önskvärt och nödvändigt med en låg reporänta för att inflationen ska stiga mot inflationsmålet 2 procent tillräckligt snabbt. Det ska ske även om vi fortsätter att överraskas av nya negativa chocker. Nu när inflationen har varit så låg under så lång tid har vi inte råd att återigen överraskas på nedsidan.

Som jag ser det är det viktigt att vi tar i tillräckligt mycket med penningpolitiken och hellre skjuter över målet än under det, även om vi ska sikta på själva inflationsmålet.

Som sagt: Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår, men de riskerna måste hanteras med hjälp av andra politikområden.

*Ordföranden Anna Kinberg Batra:* Då går vi in på en runda med frågor och diskussion. Vi gör som vi brukar och tar ett par stycken i början. Jag ger Socialdemokraternas företrädare ordet först, därefter mig själv.

*Fredrik Olovsson (S):* Fru ordförande! Den diskussion som vi har haft om penningpolitiken de senaste åren har kretsat mycket kring oförmågan att nå inflationsmålet och kanske också oviljan att sänka räntan för att det målet ska nås. I stället har fokus legat på frågor som rör hushållens skuldsättning.

Nu verkar det som om åtminstone vice riksbankschefen vill göra tydligt att det är inflationsbekämpningen – att nå målet, så att säga – som står i förgrunden för politiken.

Vi hör trots allt lite mindre om hushållens skuldsättning, i vart fall verkar det som om Riksbanken inte tror att den själv har verktygen som ska kunna lösa den typen av problematik.

Trots det lyfter Stefan Ingves fram att om skuldsättningen skulle fortsätta öka anser han att reporäntan bör användas som ett verktyg för det. Det väcker frågan om vilken effekt det verktyget har på skuldsättningen. Nu har vi under en tid haft en högre ränta just med det motivet. Då är frågan: Hur stor effekt har det haft på hushållens skuldsättning?

Vi såg på den sista bilden att det har planat ut sedan ungefär 2010. Det skulle kunna bero på de makroåtgärder som har vidtagits i övrigt. Men hur stor betydelse anser Riksbanken i dag att den något högre räntan har haft för den här utvecklingen? Det finns ju en diskussion om att den faktiskt har väldigt liten betydelse.

Det här är framför allt frågor till Stefan Ingves. Kan han kommentera det som vice riksbankschefen tog upp? Han har ju också varit reservant i frågan om storleken på räntesänkningen.

*Ordföranden Anna Kinberg Batra:* Som vanligt ber vi samtliga att anteckna flitigt, så tar vi frågorna i omgångar.

Jag vill vända mig till er båda på två punkter.

För det första har ni båda tagit upp just olika verktyg för att bekämpa risker för överskuldssättning hos hushållen, framför allt på bolånesidan. Jag skulle vilja be er båda kommentera de av regeringen aviserade möjligheterna till exempelvis hårdare amorteringskrav som diskuteras i debatten inför stabilitetsrådets möte i november.

Det är onekligen så att stabilitetsrådet är inrättat för att de berörda institutionerna, där Riksbanken är en men även Finansinspektionen med flera ingår, ska kunna samverka för att bevaka den finansiella stabiliteten och vidta åtgärder genom den institution som gör det bäst.

Den andra punkten som jag vill fråga om är också apropå bostadsmarknaden.

I diskussionerna dels med Riksbanken här, dels med utskottet, i finanspolitiska diskussioner och i de diskussioner vi hade med både IMF och EU-kommissionen ganska nyligen om läget i den svenska ekonomin, kom bostadsfrågan upp.

Där diskuterades också utbudssidan, som ju är en flaskhals. Hög efterfrågan beror delvis – i städerna till stor del – på alltför lågt utbud. Nu har regeringen aviserat möjligheter till ganska omfattande utbudsökningar. Det talas om 100 000–150 000 möjliga nya bostäder.

Jag vill fråga er båda: Om sådana volymer genomförs, vilka effekter om några skulle det få på penningpolitiken framöver, allt annat lika? Jag tror att jag stannar där och släpper in er båda. Sedan ska vi gå vidare till Miljöpartiet.

*Stefan Ingves, riksbankschef:* Det är ju alltid så att så länge man rör sig med förhållandevis små ränteförändringar, och det är ju så penningpolitiken bedrivs, får man inte så stora effekter vare sig på skulder eller på någonting annat i svensk ekonomi.

Vad det här handlar om är att på marginalen något beakta frågan om hushållens skulder, men i grunden inte mer än så eftersom vi har den stora, viktiga frågan om inflationstakten. Samtidigt ska man komma ihåg att skuldfrågan lever i ett helt annat tidsperspektiv. Det är en sak att prata om det här i ett konjunkturperspektiv, men om man antar att världen upphör efter 2 ½ år och inte bryr sig om någonting av vad som sker efter 2 ½ år kan man också få problem eftersom skulderna helt enkelt blir för stora. Sedan är det inte lätt att hitta en lagom avvägning i detta när man ska hantera det.

Så till den andra frågan som har med bostadsmarknaden att göra. Amorteringskrav, vad man då menar med det, är en rimlig åtgärd i den meningen att vi bör återinföra beteendet i Sverige till att vara att man amorterar. Så har det varit tidigare, och som ekonomi skulle vi annars särskilja oss ganska mycket jämfört med många andra.

Man kan titta på till exempel Kanada, Israel och Finland. Där är amorteringstiden ungefär 30 år. Jag säger inte att det behöver vara så i Sverige, men vi särskiljer oss i dag ganska mycket.

Sedan finns det naturligtvis, som alltid när man pratar om att utforma åtgärder mer på mikronivå, en hel meny av olika sätt att göra detta på. Det är det arbete vi har framför oss: att komma fram till någonting som känns rimligt utifrån svenska förhållanden.

Är det så att utbudet av bostäder ökar får vi förhoppningsvis en lugnare utveckling och en balans på den svenska bostadsmarknaden. Det innebär förhoppningsvis att vi så småningom får ett läge där skuldfrågan, hushållens skulder och bostadsprisökningen inte är i fokus så till den milda grad som det har varit på senare år. Den frågan skulle då mer eller mindre avföras från diskussionen om penningpolitik och ekonomisk politik i största allmänhet.

Givet den obalans som vi har på bostadsmarknaden är det svårt att lösa de frågorna genom att enbart sätta plåster på det hela när det gäller den finansiella sektorn. Under ett antal år behöver vi förmodligen hantera bostadsfrågor i en vid mening, och då ligger vi långt utanför det som penningpolitiken sysslar med.

*Martin Flodén, vice riksbankschef:* Först en kort kommentar till Fredrik Olovssons fråga om den högre räntan har haft några effekter på hushållens skulder.

Det är kanske som Stefan säger: Små förändringar i reporäntan har inte det. Men för att stödja den politik som har förts, även om jag själv har reserverat mig mot den: Jag tycker att det är ganska tydligt att Riksbanken delvis genom sin penningpolitik men framför allt genom kommunikationen kring den har gjort att det här har blivit frågor som diskuteras runt om i den svenska ekonomin och tas på stort allvar och att det även kommer policyförslag inom andra områden. På så sätt tycker jag att man har lyckats göra någonting åt problematiken.

När det gäller ordförandens frågor om de hårdare amorteringskraven som det finns planer på är det precis som Stefan säger: Det har skett en utveckling i Sverige och i många andra länder för den delen under det senaste dryga decenniet när det gäller bostadsfinansieringen. Det gäller på både utbuds- och efterfrågesidan.

Om vi fokuserar på hushållens val av amorteringstider och räntebindningstider är det en ganska exceptionell situation när man i hög utsträckning inte amorterar och har rörlig boränta. Så såg det inte ut för 15, 20 år sedan.

Det har skett liknande utvecklingar i vissa andra länder, men Sverige sticker ut ganska tydligt även i en internationell jämförelse på båda de här områdena. Jag tror inte att det har varit en bra utveckling, utan det är önskvärt att vi rör oss tillbaka till att det är normalfallet att man amorterar på sina bolån.

Om det måste ske med lagstiftning eller om vi kan uppnå en sundare amorteringskultur på andra sätt är en öppen fråga som vi får återkomma till och som vi håller på att diskutera inom Riksbanken. Det kommer att vara en viktig fråga i stabilitetsrådet under hösten.

Även frågan om räntebindningstider tycker jag är viktig att titta på framöver.

*Mats Perftoft (MP):* Tack för en intressant dragning! Jag kan väl börja med att rikta en eloge till Riksbanken för de senaste årens fokusering på att lyfta hushållens skuldsättning som fråga. Det tycker jag är väldigt viktigt, och jag vet inte om den frågan hade lyfts på samma sätt i debatten om inte Riksbanken hade varit så ihärdig.

Det är väl också där jag vill börja. Det är intressant att lyssna på den här dragningen och frågeställningen. Vi diskuterar amorteringskrav väldigt mycket nu.

Min fråga är: Finns det andra verktyg som Riksbanken skulle föreslå? Jag förstår ju att den egentligen har tömt sin verktygslåda – riksbankschefen säger det själv. Men det finns ju andra verktyg och andra organ i samhället som kan agera, både politiska och till exempel Finansinspektionen. Finns det några tankar där, gärna konkreta?

Jag måste också fundera lite grann på närområdet, eller utanför Sverige. Nu diskuteras ju frågan: Är det så att Danmark är på väg in i en ny bostadsbubbla? De har använt vissa verktyg; de har bland annat tittat på ränteavdrag. Kan vi lära oss någonting av det?

Över huvud taget – vi ser på Danmark och hör om Portugal – finns det en risk för en fortsatt eller återuppflammande finanskris som skulle påverka Sverige negativt? Gärna några ord om det.

En sista fråga. Jag noterade rubriken ”Geopolitisk oro”. Det tror jag är viktigt. Det finns tyvärr i vår värld i dag en hel del geopolitisk oro. Har Riksbanken funderat på och även där tagit hänsyn till sådana saker? I sommar har ordet extremvärde blivit ett nytt begrepp i svenskt språkbruk. Ingår det i bedömningen, eller borde den utvidgas med den frågeställningen, inte bara geopolitiskt utan även geoklimatmässigt?

*Carl B Hamilton (FP):* Jag har två frågor. Den första gäller den ekonomiska utvecklingen och återhämtningen.

Jag läser den internationella situationen lite mer pessimistiskt än riksbankschefen. Ta till exempel utvecklingen i USA. Där diskuterar man nu, exempelvis i senaste numret av *The Economist*, hur länge denna expansion, denna positiva utveckling, kommer att fortgå. Det kan man naturligtvis alltid ha åsikter om, men det är uppenbarligen inte självklart att den kommer att fortsätta.

Det är mer påtagligt att tillväxttakten är ett bekymmer i till exempel Tyskland och även Frankrike. Italien går in i recession. Finland har problem med handeln med Ryssland, vilket återverkar på den finska ekonomins tillväxttakt.

Jag tycker att den samlade bilden ... eller ja, vad jag tycker är inte så intressant just nu. Det är mer intressant att höra hur riksbankschefen ser på den ekonomiska utvecklingen framöver.

Den andra frågan är den klassiska i ljuset av hushållens skuldsättning. Vi har i dag en extremt låg riksbanksränta – 0,25 procent. Det är en sextondel av 4 procent, som inte har varit någon ovanlig riksbanksränta. Vad är riksbankschefens råd till ett ungt par som funderar på att köpa en bostad? Vad ska de tänka på? Även Martin Flodén får gärna svara på den frågan.

*Ordföranden Anna Kinberg Batra:* För att anknyta till valrörelser då och nu, ja.

*Roger Tiefensee (C):* Fru ordförande! Tack till både riksbankschefen och vice riksbankschefen för mycket intressanta dragningar!

Tack också för en mycket intressant diskussion i det senaste penningpolitiska protokollet, som vi har kunnat ta del av! Jag tycker att det är tydligt där att diskussionerna i och med att Riksbankens direktion överraskade blev lite mer nerviga och intressanta att följa.

Jag noterar att vice riksbankschef Per Jansson sa i sitt inlägg att inflationsutfallet i sju av totalt åtta fall sedan oktober i fjol har hamnat under Riksbankens prognos. Och det var prognoser på kort sikt, där man normalt sett har ganska god träffsäkerhet. Utfallen har överraskat inte bara Riksbanken utan också andra prognosmakare.

Riksbankschefen var själv inne på att den geopolitiska oron inte är något man får in i en prognosmodell. Så är det, men finns det något annat? Flera av direktionens ledamöter är inne på svårigheten, överraskningen, i de låga inflationsutfallen. Vad är det egentligen vi ser, och finns det modellutveckling så att man kan få in det här? Det är den ena frågan.

Den andra frågan gäller hushållens skuldsättning. Vi har en stor diskussion om det och åtgärder för att minska riskerna med hushållens skuldsättning – med rätta. Det är en viktig fråga. Men jag tycker att det är för lite diskussion om företagens möjligheter att få krediter.

Jag träffar på företag, kanske framför allt på landsbygden, där de reala värdena är låga. Bankerna räknar bara en liten del av de reala värdena som säkerhet. Dessutom är räntor på 0,25 procent, eller runt 2 procent som hushållen kan ta bolån för, bara drömräntor för företag i många delar av landet.

Det blir på något sätt två helt olika världar. Vi fokuserar mycket på hushållens skuldsättning och kanske också på storstadsområden, där skuldsättningen är riktigt hög.

Vad har ni för råd? Jag undrar hur Riksbanken tänker kring de här frågorna. Det handlar ju också om hur en reporänta kan transformeras in i ekonomin. Vad kan rådet vara till en ny riksdag, som träder in här om någon månad, för att hantera de här frågorna?

*Ordföranden Anna Kinberg Batra:* Då har ni lite att ta tag i.

*Stefan Ingves, riksbankschef:* Mats Pertoft frågade om alternativ till amorteringar.

En fråga som finns och diskuteras återkommande är avdragsrätten, eftersom den gör det dyrare att låna. En annan är fastighetsskattens utformning, eftersom den gör det dyrare att bo.



Ytterligare en fråga, som Martin nämnde här för en stund sedan, är den om hur det ska vara när det gäller att låna till rörlig eller fast ränta och, om man lånar till fast ränta, hur lång räntebindningstid man ska ha.

I till exempel Israel har man ett system där man inte får låna hur mycket som helst till rörlig ränta. Om vi tittar bakåt i tiden var det inte helt ovanligt i Sverige heller att man hade räntebindningstider på säg fem år, även om löptiderna på lånen var mycket längre.

Det finns alltså en meny med en rad olika åtgärder. När man sedan diskuterar det här och startar i det ojämnaviktsläge som vi har, då gäller det att hitta en korg av åtgärder som sammantaget åstadkommer det resultat som man vill ha.

Eftersom det berör många människor – det är stora stockar och det tar lång tid att ändra sådana här system – blir det också en hel del infasningsfrågor som man har att ta ställning till så att enskilda hushåll och individer kan inrätta sig efter det och förstå vad som sker.

När det gäller frågan om vad som sker och har skett i andra länder är det ju så att i en rad olika länder och av olika skäl har bolånen blivit för stora, och nu sliter man med det. Det tar ett antal år innan man gräver sig ur den gropen, och sedan börjar det om.

Därav den kända boken på temat, Annorlunda nu, där det dessvärre visar sig vara så att vi historiskt sett tenderar att glömma. Ibland glömmet vi lite för fort, och det är alltid en yngre generation som säger: Gamlingarna och deras visdomsord om att vara försiktig behöver vi inte bry oss om.

På något sätt ska varje samhälle vid var tid hantera frågan om försiktighet och sundhet när det gäller detta, och det är inte så lätt.

Den geopolitiska oron är inte lätt att siffersätta i dagsläget, men det är klart att skulle det hända för oss helt obedömliga stora saker när det gäller vad som sker i vårt närområde, då kommer det naturligtvis också att hända saker när det gäller inte minst svensk handel eftersom handelsrestriktioner och sådant påverkar företagande i Sverige. Då får man ta hänsyn till det, men den typen av oro kan knappast vara positiv i ekonomisk mening. Allt som händer på den kanten kommer att kosta någonting, även om man inom EU har olika system för att kompensera dem som råkar illa ut i detta.

Jag har svårt att uttala mig i dagsläget om vad klimatet kan tänkas spela för roll när det gäller penningpolitiken. Det är lite samma fråga som bolånen i den meningen att penningpolitik inriktar sig väldigt mycket på ett väldigt kort konjunkturperspektiv, medan både bolån och klimatutveckling har att göra med mycket svåra frågor i ett mycket längre perspektiv. I båda fallen är det därför också lätt att bortse från de frågeställningarna på kort sikt. Det är ett skäl till den mycket intensiva diskussion som vi har.

Carl B Hamilton frågade om den externa utvecklingen. Så här långt tycker vi att vi ligger hyggligt rätt när det gäller prognoserna. Vi kan naturligtvis ha fel, men den prognos som vi har lagt för till exempel USA är pang på.

Det har blivit en del sämre i Tyskland; det spelar naturligtvis stor roll för Sverige eftersom Tyskland väger strax under 20 procent i det handelsvägda. Men vi har också en förhållandevis försiktig prognos när det gäller utvecklingen i Europa.

Det är den bästa bedömning vi har gjort så här långt. Skulle det visa sig, till exempel som en konsekvens av den geopolitiska oron, att vi framöver befinner oss någon helt annanstans än vi har trott, ja, då får vi ta konsekvenserna av det och kalkylera om alltihop, för då får vi högst sannolikt en sämre ekonomisk utveckling än den som vi för närvarande ser framför oss.

Sedan till den andra frågan: Vad ska man tänka på? Det handlar om att sätta sig vid köksbordet och göra en kalkyl som är sådan att man vet att man också klarar någonting oförutsett och att man är införstådd med att reglerna och sättet att hantera upplåning kan ändras över tiden. Det har hänt förr; det hände under 90-talet i samband med den skattereform som gjordes då när avdragsrätten förändrades kraftigt. Det spelar naturligtvis stor roll eftersom det sker under mycket lång tid när man finansierar sitt boende. Det kan vara 30 eller 50 år eller vad det nu är för tidsperspektiv man har – man behöver fundera igenom det och även räkna med att man ska klara ett och annat som man kanske inte ser fullständigt i stjärnorna i dagsläget. Regler och förutsättningar kan ändras. Det har skett många gånger tidigare, och det lär ske nu också.

När det gäller Roger Tiefensees fråga om detta med att våra inflationsprognoser har slagit fel: Det är bara att gno på, att dra isär tidsserierna och att fråga 1 500 företag hur de ser på saken, som vi har gjort. Man får fundera på om det finns något nytt och annorlunda – någonting vi inte hade kläm på tidigare – och göra nya prognoser.

En överförenkling, men något som spelar roll i sammanhanget, är det som jag sa tidigare: Varupriserna har fallit under ganska lång tid därför att den globala marknaden har sett ut på det sättet samtidigt som tjänsteprisutvecklingen i genomsnitt har legat kring 2 procent. Nu har tjänstepriserna hamnat i en ökningstakt på någonstans i trakterna runt 1 procent. Det är en stor fråga för oss. Samtidigt har varupriserna börjat söka sig upp mot noll eller kanske så småningom till och med mot positiva tal. Den stora frågan för oss när vi sedan ska väga ihop detta är: Kommer det här att återgå till vad vi hade tidigare när det gäller prisökningsmönstret? Eller är vi på väg in i en värld när det gäller sammansättningen av prisökningen på varor och tjänster som ser annorlunda ut framöver? Och vad innebär det för att hantera penningpolitiken i detta?

När det gäller räntan, räntans nivå och vart vi är på väg är det fortsättningsvis så att vi tror att det normala läget är runt 4 procent och att det kommer att ta ett bra tag innan vi hamnar där.

*Martin Flodén, vice riksbankschef:* Jag börjar med Mats Pertofts frågor. Jag instämmer helt i det som Stefan sa, och jag har inte så mycket att tillägga. Det finns andra verktyg, och det är som sagt viktigt att fundera på hela menyn av vad man gör och i vilken takt. Det kan finnas olika lösningar. Det viktiga är att man väljer någon lösning och inte fastnar i att inte göra någonting. Det finns många alternativ. Nu är det amorteringskrav i någon version som ligger tydligast på bordet. Det är väl rimligt att hålla fast vid den tanken tills någonting har hänt.

Carl B Hamilton talar om råd till någon som nu ska skaffa en bostad. Även där håller jag med Stefan. Men jag vill förtydliga att man nog måste räkna med att räntorna kommer att bli betydligt högre i framtiden. Dagens räntenivåer är inte normala, så man måste definitivt ta höjd för högre räntor framöver. Man måste förstås också vara medveten om att bostadspriser – villapriser och bostadsrättspriser – inte alltid ökar. De har stigit kraftigt historiskt i Sverige, och det är länge sedan vi såg en tydlig nedgång på den svenska marknaden. Men så har det inte sett ut i alla andra länder, och det finns ingen anledning att tro att bostadspriserna alltid kommer att fortsätta öka snabbare än den övriga ekonomin. Man måste ta höjd i sin planering för att bostadspriserna kan falla ganska påtagligt. Sedan får man naturligtvis själv göra någon sorts riskbedömning och göra en avvägning av hur mycket risker man är beredd att ta.

Roger Tiefensee ställde frågor bland annat om våra inflationsprognoser. Sju av åtta inflationsutfall fram till i juli hade varit under våra och andras prognoser, som sagt. Våra inflationsprognoser bygger dels på subjektiva bedömningar, bland annat från oss i direktionen – med hjälp av hela vår stab, förstås. Sedan använder vi också ett stort antal modeller. Det sker hela tiden utveckling av de modeller som vi använder och nyutveckling av nya modeller. Det görs utvärderingar av vilka metoder som fungerar bäst när det gäller att göra prognoser. Modellerna ger ofta väldigt olika inflationsprognoser. I slutändan gäller det att väga ihop den information som vi har kombinerat med information som kanske inte kan fångas av modellerna och som måste läggas in mer subjektivt.

När vi tittar på juliprognosen ser vi att den ganska tydligt var lägre när det gäller inflationsutvecklingen framöver än våra tidigare prognoser. Där har vi tagit intryck av att det underliggande inflationstrycket enligt vår bedömning i juli är lägre än vad vi trodde tidigare. Det vi också har sett efter juliprognosen är att de två inflationsutfall som sedan har kommit har blivit något högre än vår prognos. Trenden med att vi hela tiden har sett inflation under vår prognos verkar lyckligtvis vara bruten för tillfället. Det kan vara tillfälligheter, eller så har vi lagt en bättre prognos den här gången.

Rogers sista fråga gällde framför allt småföretagens möjligheter att få krediter. Som jag har förstått det – och jag tror att det också är Riksbankens analys – är det ofta svårt för småföretag att få krediter. När vi tittar på olika undersökningar och indikatorer på detta verkar inte svårigheterna vara särskilt mycket större eller onormalt stora nu jämfört med tidigare. Det verkar i så fall vara ett mer strukturellt problem, om det nu finns ett problem. Det är någonting som vi kanske inte så tydligt kan påverka med hjälp av penningpolitiken. Det vi tycker oss se är att penningpolitiken har ett normalt genomslag inte bara till bolåneräntorna utan även till andra räntor i ekonomin. Penningpolitiken fungerar.

Vi vill stimulera ekonomin i det här läget, bland annat för att få upp inflationstakten. Vi vill helst att det sker genom just företagsupplåningar snarare än genom bolånen, för vi är oroade över att bolånen växer för snabbt. Den tendensen ser vi inte när det gäller utlåning till företag – särskilt inte till småföretag. Enligt vår analys verkar det ändå inte vara någonting onormalt som sker på dessa marknader.

*Stefan Ingves, riksbankschef:* Låt mig tillägga till Martins reflexion om utlåning att utlåningen till företag ligger kring ungefär 3 procent i utlåningsökning. I det avseendet finns det inte någon begränsning på krediter för systemet i sin helhet när det gäller företagssektorn. Den allmänna räntenivån sippnar också ned till företagen.

Jag håller med Martin om den allmänna reflexionen: Det kanske hade varit bättre om företagen investerade och lånade lite mer och hushållen lånade lite mindre. Det hade varit en nyttigare sammansättning för svensk ekonomi. Men i ett penningpolitiskt hänseende fungerar nog penningpolitiken också när det gäller företagssektorn.

*Sven-Olof Sällström (SD):* Fru ordförande! Under mina snart två år i finansutskottet har vi vid de återkommande utfrågningarna alltid behandlat frågan om hushållens höga skuldsättning. Det har också visat på politikens oförmåga att hantera denna problematik. Det är snart två år sedan vi själva lade fram ett utskottsinitiativ i utskottet om lagstiftning när det gäller amortering, som avslogs av utskottet. Riksbanken har i stort sett fått föra denna fajt själv med penningpolitiken.

Nu har Riksbanken ändrat strategi. Man för en mer expansiv penningpolitik. Samtidigt redovisar ni här till exempel att tillväxten är på väg upp och att arbetslösheten är på väg ned. Ni förutspår en historiskt låg ränta under ganska lång tid framöver. Vi har under lång tid haft ett historiskt lågt byggande. Alla förändringar som eventuellt kommer, kommer förmodligen inte att kunna påverka vare sig bostadsmarknaden eller hushållens skuldsättning under nästkommande mandatperioder fast det är långa ledtider i byggande. Ni redovisar själva att hushållens skuldsättning förmodligen kommer att öka under den närmaste tiden just på grund av dessa faktorer.

Jag gör då bedömningen att det nu måste till politiska beslut. Nu kan inte Riksbanken själv föra fajten mot hushållens höga skuldsättning, och ni har ju också själva lämnat den strategin. Nu är det ett politiskt ansvar. Jag förstår att det inte är någon valvinnare för någon av sidorna att lova och adressera dessa problem nu i valrörelsen. Men efter valrörelsen krävs det att man gör någonting.

Jag skulle vilja ställa frågan till er båda: Krävs det ett politiskt initiativ ganska tidigt i nästa mandatperiod när det gäller hushållens skuldsättning? Om det inte sker – hur påverkar det Riksbankens möjligheter att fortsätta att föra en expansiv penningpolitik med sikte på jobben och tillväxten? Vilka långsiktiga konsekvenser kan det få om man inte genomför de nödvändiga besluten när det gäller hushållens skuldsättning?

*Torbjörn Björlund (V):* Vi har fått rätt många svar, också på olika frågor som jag hade. Jag har en fråga kvar, som kanske kan verka lite mörk. Inflationen har sjunkit och dippat ibland, så att säga. Finns det någon risk för att vi över något slags längre period faktiskt hamnar i deflation? Och vad skulle i så fall kunna orsaka det om man tittar lite längre fram? Det är den fråga jag har.

*Robert Halef (KD):* Ordförande! Jag tackar riksbankschefen för informationen. Den räntesänkning som har gjorts är ett bra initiativ. Vi välkomnar detta beslut från Riksbanken.

Jag har en fråga: Hur ser ni på utvecklingen där svenska banker som företag i allt större utsträckning använder sig av marknadsfinansiering? Är detta ett överhängande problem och en överhängande riskfaktor för den finansiella stabiliteten på sikt? Det vore bra om jag kunde få svar från er båda.

*Stefan Ingves, riksbankschef:* Låt mig visa en bild och ta upp ett lite längre tidsperspektiv apropå frågan om hushållens skuldsättning. Grafen visar BNP-utvecklingen i Sverige från 1950 fram till ungefär nu. Vi ser att vi har en stadig utveckling under ett stort antal år. Måhända är den perioden för bra för att vara sann i ett historiskt perspektiv.

Sedan har vi vår egen finanskris i början av 90-talet. Ni ser vad som händer med BNP där. Under 2000-talet har vi nästa period, där vi har den stora finanskrisen på olika håll i världen. Då får man ytterligare en dip i BNP.

Om man blickar framåt för att se vad detta handlar om gäller det huruvida vi under den närmaste tiden ska skapa en situation i svensk ekonomi till följd av för stora skulder som är sådan att vi får ytterligare ett sådant här knä i den allmänna BNP-utvecklingen. Vad denna graf visar är att det är hart när omöjligt att återta detta i termer av framtida god ekonomisk utveckling. Det är det diskussionen handlar om: Hur ska vi undvika detta eftersom det leder till förhållandevis stora kostnader i samhällsekonomin om man inte hanterar det?

Samtidigt är det så att när man ska hantera en sådan här fråga ankommer det på någon att säga nej. Uppenbarligen tar det tid att göra det, men det måste nog till i en eller annan form. Annars försätter vi oss självförvållat – för då är det någonting vi har skapat själva i den svenska ekonomin – i ett läge där vi kan få stora bekymmer och i ett läge där omvärlden kommer att bedöma vad vi håller på med eller inte. Det är en frågeställning som är oerhört viktig, för givet vårt beroende av omvärlden både när det gäller export och import men också när det gäller banksystemet och finansiella flöden är det så att om vi försätter oss i ett sådant läge är vi inte längre herrar i eget hus. Då är det någon annan som bestämmer. Där ska vi inte hamna.

När det gäller Torbjörn Björlunds fråga om deflation och hur man hanterat det tror jag inte att vi hamnar där. För det första: Vår prognos talar inte för deflation. För det andra: Om vi mot förmodan skulle hamna åt det hållet får vi ta i ännu mer när det gäller att se till att det finns en extremt god tillgång på pengar i systemet. Då vet vi också historiskt från en rad andra länder och från historiska episoder att priserna kommer att stiga. Men då är vi utanför det som vi betraktar som gängse eller traditionell penningpolitik. Då är det helt andra åtgärder som gäller.

Robert Halef ställde en fråga om marknadsfinansiering. Marknadsfinansiering och i synnerhet utländsk marknadsfinansiering – för det är vad det handlar om i det här fallet – kräver att det svenska banksystemet är stabilt. Det kräver noggrann bevakning och ett evigt slit med frågan så att också den svenska finansiella sektorn förblir stabil. Om det inte är så vet vi att marknadsfinansieringen kan försvinna ganska snabbt. För att ge ett exempel på det: Om man är mycket beroende av marknadsfinansiering ska finansieringen omsättas löpande. Samtidigt – om man i andra ändan har en genomsnittlig amorteringstid på säg 100 år eller någonting sådant – är det en kombination i tiden som inte är den mest lyckade. Av detta skäl skulle vi bland annat behöva utveckla en marknad för bostadsobligationer i svenska kronor med en löptid på ca 30 år, vilket vi inte har i dag. Det vore bra.

*Martin Flodén, vice riksbankschef:* Jag börjar baklänges, med Robert Halefs fråga om marknadsfinansiering. Stefan talade om bankernas marknadsfinansiering. Om frågan gäller företagens marknadsfinansiering kanske svaret är lite annorlunda. I Europa, inklusive Sverige, är vi väldigt bankberoende och har ganska lite marknadsfinansiering. En viss grad av marknadsfinansiering tror jag är en sund utveckling, så en viss ökning ser jag inte som ett problem.

Det är bra om företagen – och för den delen även bankerna – har tillgång till en ganska diversifierad marknad för att få krediter. Detta att det sker en tillväxt när det gäller marknadsfinansieringen är ingenting som oroar oss än så länge. Det är någonting som vi tittar på och försöker följa. Om det blir alltför dominerande kan det också tyda på att banksektorn inte fungerar, och några sådana tecken ser vi absolut inte i Sverige. Det är ett av skälen till att vi inte oroas av det vi har sett än så länge.

Detta är dock en intressant utveckling och någonting som vi tittar på, och vi har inga tydliga svar när det gäller det här.

Sven-Olof Sällström frågade om det brådskar med åtgärder. Svaret är ja, tycker jag. I någon bemärkelse är det kanske redan för sent. Vi borde inte ha hamnat i den situation där vi befinner oss. Det är lätt att säga: Ju snabbare desto bättre, och det behövs fler åtgärder för att bromsa hushållens höga skuldsättning och framför allt se till att den inte fortsätter öka. Man får också fundera på de verktyg som man vill använda, dels så att man inte gör för mycket på alltför kort sikt, dels när det gäller tajmningen. Vilka verktyg är lämpliga att använda i det läge man befinner sig i?

Som det ser ut i vår egen prognos, när vi kommer att börja höja reporäntan, kommer den att vara låg under ganska lång tid framöver. Med låga räntor är det ett bra tillfälle att se till att man amorterar ganska mycket under denna tidsperiod. Det bästa är förstås om det sker på frivillig basis. Om det sker på frivillig basis finns det också lite mer utrymme för att amortera lite mindre om räntorna skulle visa sig bli väldigt höga i framtiden.

Det handlar också, och kanske i ännu större utsträckning, om att åtgärda de korta räntebindningstiderna. De långa räntorna är högre än de korta räntorna. Men i ett historiskt perspektiv är långa räntor väldigt låga. Detta är ett bra tillfälle för oss policymaker att försöka knuffa in folk i mer långa räntebindningstider. Det kommer också att förenkla anpassningen till mer normala räntenivåer om fler personer och fler hushåll har valt bunden ränta medan räntorna fortfarande var ganska låga.

Huvudskälet till att vi talar om räntebindningstider är annars att det finns en oro för att kanske framför allt hushåll, men i viss grad även företag, vänjer sig vid alltför låga räntor och tror att räntorna kommer att vara låga under en väldigt lång tid framöver – lägre än vad som är motiverat. Om vi har en sådan oro underlättar det om man i sådana fall binder sina räntor på lite längre tid.

Vad händer annars? Detta är lite grann kopplat till risken för deflation, som Torbjörn Björlund frågade om. Det finns ingenting som tyder på att den svenska ekonomin är på väg in i en problematisk deflationsperiod. Framför allt är det så att konjunkturutvecklingen är ganska god, vilket inte brukar vara fallet i typiska deflationsperioder. Det är kanske framför allt om det skulle uppstå stora problem på bostadsmarknaden eller kopplat till hushållens skuldsättning som vi skulle kunna hamna i en sådan situation där vi får en mer tydlig deflationsepisod.

Annars är det lite grann av en gradfråga med deflation och hur problemen uppstår. Det är ett problem om inflationen är låg, och ju lägre den är, desto större blir problemen. Det är inte så att problemet blir väldigt mycket större bara för att inflationen faller från 0,2 procent till minus 0,2 procent, utan det är en gradvis upptrappning av problemen.

När det gäller att avvika från inflationsmålet men också när det gäller till exempel utrymmet för att det ska kunna uppstå reallöneanpassningar i ekonomin är det svårt om det inte finns en viss underliggande inflation som pressar upp åtminstone nominella löner under tiden.

*Pia Nilsson (S):* Tack så mycket för intressanta resonemang och föredragningar! Samtidigt vill jag säga att detta är oerhört förvirrande för någon som är lekman. I maj satt vi här senast och hade en utfrågning om vad som hände i april. Då sänktes inte reporäntan – av samma skäl och med samma argument som i dag används för att sänka reporäntan. Det gör mig förvirrad. Varför gjorde man inte någonting i april, utan väntade ända fram till juli? Det skulle jag vilja ha svar på. Vad är det som har förändrats under denna korta tid – dessa få månader – som gör att man väljer att sänka inte med 0,25 utan med 0,5, alltså 50 punkter? Det är en rejäl sänkning.

Jag skulle vilja veta hur Riksbanken ser på detta. Hur definierar ni det allmänna läget i svensk ekonomi? Vi talar om att den globala återhämtningen är rätt så rejäl i USA och Storbritannien och delvis i Kina. Centralbankerna använder sig av en expansiv penningpolitik, och vi måste på något vis ligga i något slags paritet med det. Men jag tror ändå inte att det är huvudargumentet.

Inflationen har varit låg under en längre tid. Det nämnde Martin Flodén, och det är någonting som vi ledamöter i finansutskottet också har uppmärksammat under en längre tid. Ändå kommer denna sänkning först nu. Som många andra har varit inne på har hushållens skuldsättning legat som den stora våta filten över allt annat, men helt plötsligt dras den undan, solen lyser och de här möjligheterna ges.

Har vi nått vägs ände när det gäller att med hjälp av det penningpolitiska verktyget få bukt med eller någon slags balans i och ordning på hushållens skuldsättning? Är det nu finanspolitiken som måste bekänna färg? Och kan vi då förvänta oss någonting helt annat framöver i era räntebeslut, där ni inte alls väger in parametern om hushållens skuldsättning som åtminstone avgörande för om ni ska höja eller sänka reporäntan framöver?

*Jonas Jacobsson Gjörtler (M):* Tack för intressanta föredragningar! Låt mig först säga att hushållens skuldsättning i princip har legat still under fyra år. Det har genomförts förändringar, och det finns en tydlig rekommendation om amorteringar som redan har gett resultat. Nittio procent av dem som ligger i riskintervall högst upp i skuldsättningar amorterar faktiskt i dag. Nu kommer Stabilitetsrådet att överväga ytterligare åtgärder, vilket jag i och för sig tror är jättebra, särskilt med tanke på den räntesänkning som Riksbanken nu har genomfört. Orsaken till den är ni tydliga med: Det är såklart den låga inflationen som är skälet till att ni väljer att sänka räntan.

Samtidigt framgår det tydligt både av vad ni säger och när man läser protokollet att orsakerna till den låga inflationen är flera, men det är inte huvudsakligen inhemska faktorer utan snarare omvärldsfaktorer som gör att inflationen är låg. Det väcker onekligen en fråga. Om det är omvärldsfaktorerna som gör att inflationen är låg undrar man varför just den här räntesänkningen skulle motverka detta och leda till resultatet att inflationen trycks upp. Då är det så att säga ett medel som inte biter eftersom det är andra faktorer som påverkar. Jag skulle gärna vilja höra en kommentar till detta från er båda.



Jag skulle också vilja ta upp en lite annorlunda aspekt av samma sak. Problemet kanske egentligen inte är inflationen i sig och att den är låg, utan problemet är att utfallet skiljer sig från förväntningarna. Vi har berört detta vid tidigare utfrågningar, och jag har tagit upp den aspekten då också.

Riksbankens uppgift är att säkerställa ett stabilt penningvärde och en låg inflation. Detta är då av er själva preciserat till 2 procent. Ni har tagit bort det toleransintervall som tidigare fanns. Min fråga är: Är det så att Riksbanken själv lite grann har bäddat för problemen genom att ni har surrat er hårt vid den specifika siffran 2 procent? De verktyg ni har gör inte att det är möjligt att vara riktigt så precis. När det fanns ett toleransintervall låg förväntningarna med nödvändighet inom detta intervall, det vill säga mellan 1 och 3 procent.

Resonerar ni i Riksbanken någonting om att det kanske vore en god idé att återigen införa ett sådant här toleransintervall därför att det ger rimligare förväntningar på vad Riksbanken faktiskt kan åstadkomma?

*Mats Perftoft (MP):* Fru ordförande! Jag noterade i vice riksbankschefens svar nyss att han sa att det finns en risk för att det redan är för sent när det gäller hushållens skuldsättning, om jag förstod det rätt. Det fick mig att lyfta lite grann på ögonbrynen. Det låter väldigt defaitistiskt och som att nu är det kört. Vilken effekt kan det få?

Jag vill också anknyta till det här och fråga vidare. Vi har ju talat om den här frågan hur länge som helst. Riksbanken har lyft frågan hur länge som helst. Vi har samtidigt inte sett några större aktiviteter från regeringens sida. Om vi säger att det finns en risk för att det redan är för sent – vad blir då konsekvenserna av att det redan är för sent?

*Carl B Hamilton (FP):* Frågan om geopolitisk osäkerhet har varit uppe flera gånger. Man kan väl säga att vi slår ut med händerna; vi vet inte riktigt. Men för svensk del handlar det framför allt om utvecklingen i Ryssland, även om det går illa även på andra håll.

Min fråga är: Har Riksbanken eller era kolleger i andra länder gjort någon bedömning av sanktionerna på det finansiella området? Vad innebär detta för Ryssland, och hur lång tid tar det innan de verkar? Har ni någon uppfattning om det och hur vi ska se på det?

*Stefan Ingves, riksbankschef:* Angående Pia Nilssons fråga om vad som har förändrats: Det vi har slitit med under lång tid är ju prognoserna. När man håller på med prognosmakeri ser man förändringar komma gradvis. En ändrad syn på eller slutsats om hur världen betar sig eller vart den är på väg kommer inte över en natt, utan det tar ett tag, och sedan kan man alltid resonera om det var rätt tillfälle när man ändrade sig. Den här gången hade det dock ackumulerats tillräckligt mycket data, och vi hade gjort tillräckligt mycket analys av tidsserier och vridit och vänt på våra modeller så pass mycket att vi var övertygade om att det var rätt att så att säga revidera ned våra prognoser ganska rejält. Martin visade tidigare de här graferna också, och då inträffade det den här gången.

Om vi när det gäller frågan om det allmänna ekonomiska läget lämnar den geopolitiska osäkerheten och utgår från att den frågan hanteras av någon någon annanstans går vi, såvitt vi kan se, de närmaste åren mot en normalisering av konjunkturutvecklingen. Den normaliseringen kommer dessvärre att vara ojämn, för där påverkas vi naturligtvis av normaliseringstakten inom EMU-området, och där går det långsamt. Det blir dock bättre även där, men detta har vi att beakta framöver.

När det gäller Jonas Jacobsson Gjörtlars fråga om omvärldens låga inflation och om man så att säga kan komma undan detta – ja, det kan man till en del göra med penningpolitik. Om man håller en låg ränta stöder man ju den allmänna inhemska efterfrågan. En låg ränta påverkar sannolikt också på något sätt växelkursen, även om vi har en rörlig växelkurs, så att den i varje fall inte blir väldigt, väldigt stark. Detta påverkar då inflationsimpulserna som vi får in i svensk ekonomi. I den meningen är vi alltså inte isolerade. Vi kan inte isolera oss till 100 procent från resten av världen, men vi kan göra en del för att hålla prisökningstakten uppe i Sverige via allmän efterfrågan och växelkursen. Det är det som spelar roll i det här sammanhanget, vilket till exempel Martin redogjorde för tidigare.

När det gäller frågan om toleransintervallet, och nu talar jag för mig själv och ingen annan, var det fel att ta bort toleransintervallet. Det hade varit bättre som pedagogiskt instrument att ha det kvar. Det är min uppfattning i den frågan.

De finansiella sanktionerna är väldigt nya, så vi har ännu inte kommit så långt att jag kan säga att de har den och den effekten när det gäller vad som kan ske eller inte ske i den ryska ekonomin. Men det är klart att ju mer den ryska finansiella sektorn finansiellt isoleras från omvärlden desto svårare får man att hantera investeringar i den ryska ekonomin och desto mer sannolikt är det att man får stora kapitalutflöden, vilket ju är en gammal fråga i det ryska sammanhanget. Man får det naturligtvis även svårare att hantera en allmän ekonomisk utveckling i den ryska ekonomin på ett bra sätt, eftersom det med en allt större ekonomisk integration nog är så att om man på ett eller annat sätt tillhör resten av världen lika mycket som tidigare så leder det till ekonomiska bekymmer förr eller senare. Men det är ingenting som vi för vår del har siffersatt i dagsläget.

*Martin Flodén, vice riksbankschef:* Först vill jag säga till Pia Nilsson att jag instämmer i det som Stefan sa, men jag tycker att det som hände efter aprilmötet var ännu tydligare än vad Stefan beskrev.

Redan två dagar efter vårt räntemöte kom det ett inflationsutfall som var betydligt lägre än vad vi såg framför oss. Nu förespråkade ju jag en räntesänkning i april, men jag blev också överraskad av det utfallet, och även andra bedömare utanför Riksbanken blev överraskade. Efter att vårt protokoll publicerades i april var marknadens förväntningar helt inställda på att vi skulle komma att sänka räntan med i alla fall 25 punkter på julimötet. Så den nya information som kom in väldigt snabbt efter vårt aprilbeslut, kombinerat med den kommunikation som vi levererade angående framtida penningpolitik, gjorde att en räntesänkning nu i juli var helt förväntad.

Ytterligare en sak som hände mellan april- och julimötet var att också ECB reviderade ned sin syn på den framtida penningpolitiken, eller åtminstone marknadsbedömningen, och förväntningarna på framtida ECB-räntor sjönk ganska påtagligt, vilket spelar stor roll för den svenska ekonomin. När omvärldens styrräntor går ned, vilket jag försökte redogöra för tidigare, påverkar det, om inte vi följer efter, vår växelkurs och inflationen på det sättet.

Förutom vår ändrade syn på underliggande inflation i viss bemärkelse var det alltså väldigt tydliga marknadsutvecklingar och ny information som kom in däremellan.

När det gäller Jonas Jacobsson Gjörtlars frågor är det omvärldsfaktorer som i hög utsträckning har gjort att inflationen har blivit låg i Sverige – fram till alldeles nyligen i alla fall lägre i Sverige och ganska klart lägre än i de flesta andra länder.

Frågan är varför Sverige drabbas specifikt av de här omvärldsfaktorerna och inte de länder där omvärldsfaktorerna så att säga uppstår. En utveckling rör växelkursen som vi ibland räknar som en omvärldsfaktor, men det är ju definitivt något som vi kan påverka med svensk penningpolitik. En räntesänkning gör att växelkursen blir svagare än annars och det bidrar till högre svensk efterfrågan och gynnar framför allt exportsektorn, men det blir också en direkt impuls till importpriserna som gör inflationen högre än annars.

Så har vi frågan om vi har låst oss för mycket vid 2 procent. Borde vi ta tillbaka toleransintervallet, 1–3 procent, kring inflationsmålet?

Där håller jag inte med Stefan, men detta är min egen uppfattning. Toleransintervallet fungerade ju som ett kommunikationshjälpmedel för att indikera att det inte alltid kommer att ligga precis på 2 procent. Tanken i kommunikationen var då att inflationen i genomsnitt ska ligga på 2 procent, och sedan kan den fluktuera inom intervallet. Men det intervallet angav en alldeles för stor precision, som jag ser det. I själva verket kan vi inte och vill vi inte hela tiden se till att inflationen ligger inom det intervallet, och det gör den inte heller. Under långa tidsperioder har den legat utanför intervallet och nu under den senaste tiden till och med klart lägre än 1 procent. Det kan vara motiverat tillfälligt, men däremot inte under en lång tidsperiod.

Jag tycker alltså att toleransintervallet inte fyllde någon funktion, och det var också motiveringen som angavs av den direktion – där jag inte var med - som tog bort intervallet. Det här kan man förstås ha olika uppfattning om.

Sedan är det en annan fråga om man ska ha ett inflationsmål formulerat som ett punktmål, till exempel 2 procent, eller om man ska ange ett intervall mellan 2 och 3 procent som vissa centralbanker har sagt, under 2 procent som man säger i vissa länder eller under men nära 2 procent i euroområdet.

Det kan man ha olika uppfattningar om. Jag tror att det är bra med ett mål, men jag tror inte att det är bra med ett mål som är 2 procent eller lägre som man har, tror jag, i Schweiz till exempel. Det är ett för lågt mål. Det förs snarare en diskussion om 2 procent i sig är för lågt och om man behöver höja målet, men det tror jag inte heller att vi ska göra.

Jag tror att 2 procent är ett bra mål. Det har fungerat väl i Sverige framför allt för att få till en bättre avtalsförhandling. Min uppfattning är att arbetsmarknadens parter är väldigt nöjda med det här specifika inflationsmålet och tycker att det är ett väldigt viktigt hjälpmedel för att sätta förväntningarna i avtalsförhandlingarna. Jag tror att det är viktigt att vi behåller den ordningen, även om man kan diskutera andra lösningar också.

När det gäller Mats Pertofts fråga sa jag att det är risk för att det redan är för sent. Det kanske lät mer dramatiskt än vad jag menade. Det var som svar på Sven-Olofs fråga om den lämpliga tidpunkten för att göra mer. Det är självklart så att om man ser obalanser byggas upp eller om man är rädd för att obalanser håller på att byggas upp i ekonomin är det ju bra att försöka agera innan de byggs upp. När de väl har byggts upp är det alltid svårt att bli av med dem på ett ordnat sätt. Det betyder inte att jag ser en katastrofal utveckling framför mig. Hushållens skulder är oroande höga; det är inte uppenbart att de är extremt problematiska. Det finns risker förknippade med den här nivån, och det skulle vara önskvärt att skulderna var lite lägre och framför allt att bolånemarknaden fungerade bättre.

Jag tror att det finns en ordnad väg till en bättre fungerande marknad med lite lägre skuldsättningsgrad. Jag ser inte alls nödvändigtvis en dramatisk utveckling på vägen dit. Men det finns ju risker med att befinna sig i den situation där vi är, och därför hade det varit bättre om tydligare åtgärder hade kommit lite tidigare. Därmed inte sagt att det inte har gjorts någonting – de senaste åren har det ju införts ett antal makrotillsynsåtgärder, och det har varit steg på rätt väg.

Till Carl B Hamilton hade jag inget ytterligare att tillägga utöver Stefans svar.

*Ordföranden Anna Kinberg Batra:* Har riksbankschefen några avslutande reflektioner?

*Stefan Ingves, riksbankschef:* Vår bedömning är att vi går emot en allmänt sett bättre konjunktur. Vi kommer att se en normalisering av konjunkturen de närmaste åren, men samtidigt har vi ett ganska ovanligt läge med en inflationstakt vid eller nära vårt mål, en normal konjunktur men samtidigt en väldigt låg räntenivå. Räntan behöver vara låg för att vi ska klara av vårt inflationsmål på 2 procent, men vi ska samtidigt ha klart för oss att det är ett ganska annorlunda läge jämfört med ett traditionellt normaltillstånd.

Mot den här bakgrunden och givet den mångåriga diskussion som vi har haft om hushållens skulder behöver vi också på ett eller annat sätt hantera bolånefrågan. Gör vi inte det kommer det så småningom att leda till bekymmer i svensk ekonomi och också påverka penningpolitiken.

*Ordföranden Anna Kinberg Batra:* Tack så mycket för det! Därmed är det dags att avrunda denna ränteutfrågning. Låt mig till sist säga att utskottet just före sommaren gav i uppdrag till professorerna Mervyn King och Marvin Goodfriend att göra den externa utvärderingen av penningpolitiken. Den görs med jämna mellanrum och gjordes sist av Goodhart och Rochet för några år sedan. Nu är det dags för en ny, så det finns anledning att återkomma till dessa frågor på den nivån.

Utskottet fortsätter naturligtvis också med sitt reguljära arbete, inklusive den årliga utvärderingen och återkommande utfrågningar. Det är en preliminärbokning gjord för höstutfrågning den 18 november. Naturligtvis är det upp till nästa utskott att ta ställning och kalla till den när den nya riksdagen har samlats efter valet. Preliminärt finns dock en sådan plan.

Därmed vill jag tacka ledamöterna, Riksbanken och externa tittare för dagens utfrågning. Jag vill också tacka utskottet för den snart avslutade mandatperioden och även kanslichefen som just efter riksdagsvalet, den 1 oktober, tillträder som ny generaldirektör på Statskontoret. Just i hans fall kan vi alltså vara alldeles säkra på att det är den sista ränteutfrågningen i den här formen.

Stort tack för i dag!

BILAGA 4

# Protokoll från öppen utfrågning om penningpolitiken den 18 november 2014

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

Plats: Skandiasalen

Inbjudna:

Stefan Ingves, riksbankschef

Per Jansson, vice riksbankschef

Deltagare:

Fredrik Olovsson (S) ordförande

Jonas Jacobsson Gjörtler (M)

Jörgen Hellman (S)

Jörgen Andersson (M)

Emil Källström (C)

Janine Alm Ericson (MP)

Jan Ericson (M)

Dennis Dioukarev (SD)

Erik Ullenhag (FP)

Jakob Forssmed (KD)

Marie Granlund (S)

Niklas Wykman (M)

Börje Westlund (S)

Maria Malmer Stenegard (M)

Ingela Nylund Watz (S)

Anders Ahlgren (C)

Olof Lavesson (M)

Peter Persson (S)

Håkan Svenneling (V)

*Ordföranden:* Finansutskottets sammanträde är öppnat. I dag står offentlig utfrågning om den aktuella penningpolitiken på dagordningen. Stefan Ingves, riksbankschef, och Per Jansson, vice riksbankschef, är på plats. Riksbanken

får möjlighet att göra en föredragning, först riksbankschefen och sedan vice riksbankschefen. Sedan finns det möjlighet för ledamöterna att ställa frågor.

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

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

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

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

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

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

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

kraftig växelkurseffekt under 2009/10, men varupriserna har ändå fallit i genomsnitt. Det har att göra med produktivitet utveckling och innovationer – platt-tv:ar blir allt plattare och allt billigare.

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

I inflationstermer är vår bedömning att inflationen kommer att fortsätta gradvis uppåt. Då får vi det vanliga fenomenet att när det vänder efter att inflationen har legat framför allt konstant, i det här fallet lågt och konstant, går

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

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

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

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

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

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

rimligtvis också att vi kommer att ha en ganska låg realränta på många olika håll i världen. Kort och gott betyder det även att en liten öppen ekonomi som den svenska mer eller mindre importerar den räntenivån. Och det ska ganska mycket till innan den svenska räntenivån skulle skilja sig dramatiskt från detta.

Om vi accepterar att räntenivån är som den är och att den kommer att vara låg under överskådlig tid ställs vi ändå inför frågan om hur vi ska se på svensk penningpolitik och var vi ska positionera oss i en värld som går i otakt. Med i otakt menas att de streckade graferna, som vi ser på bilden, visar vad man föreställer sig om den penningpolitiskt satta räntan i USA, Storbritannien och euroområdet. Det mest sannolika – vi vet inte hur det kommer att utvecklas framgent – är att räntorna kommer att börja höjas snabbare i USA och Storbritannien eftersom det går bättre där än på många andra ställen. Och det kommer att ske mycket snabbare än i euroområdet.

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

Vår förhoppning med strategin att rita ut en räntebana där vi kommer att ligga under dollarräntor och pundräntor ett bra tag är att kronan inte stärks på ett sådant sätt att vi får ännu mer bekymmer med inflationen i Sverige. Det är också ett fenomen som finns i bakgrunden. Sedan är det alltid genuint svårt att göra kronprognoser. Men en räntesättning som bygger på den här synen på världen och Sveriges position i världen i fråga om penningpolitiken bör leda till att kronan inte stärks för mycket i något avseende så att vi får ytterligare problem med inflationsutvecklingen.

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

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

Om vi tittar på hushållens skuldsättning – det kan göras på en rad olika sätt, och detta är bara ett sätt att sammanfatta – kan vi om vi tittar på alla hushåll se att vi ligger någonstans runt 170–180 när det gäller den så kallade skuldkvoten mätt som en andel av disponibel inkomst. Om vi bara tittar på bolånetagare kan vi se att vi ligger någonstans runt 300 procent. Och om vi tittar på mycket högt belånade bolånetagare – då pratar vi om hushåll i förorter till storstäderna

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

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

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

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

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

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

När man funderar på måluppfyllelsen för politiken är det viktigt att gå tillbaka lite grann och reflektera över hur det såg ut på 1970/80-talen när vi hade en inflationstakt på 7–8 procent i genomsnitt, beroende på mått. Inflationen kunde vara 12–13 procent det ena året och 6–7 procent det andra året. Det ställde naturligtvis till det ganska ordentligt i ekonomin, inte minst

för lönebildningen som på den tiden inte alls fungerade särskilt bra. Vi hade ofta höga nominella löneökningar men i princip inga reala ökningar i plånböckerna för hushållen. Jag tycker ofta att ett sådant lite bredare synsätt på inflationsmålet kommer bort när vi diskuterar tiondelarna hit och dit.

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

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

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

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

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

Innan det vill jag visa några bilder som även Stefan visade. Det är inte så att den låga inflationen har lett till några större negativa avtryck i realekonomin. BNP i nivå har återhämtat sig sedan krisåren, återhämtningen är inte lika snabb som i USA, men klart bättre än i euroområdet och i

Storbritannien. Tittar man på det här i BNP per capita-termer är ökningen mindre, men relativt sett är den ännu bättre för svenskt vidkommande jämfört med andra länder.

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

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

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

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

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

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

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

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

Men det är klart, det här är en prognos och den är osäker. Men vi måste ha alternativa planer ifall prognosen inte slår in. Då finns det ett litet utrymme kvar när det gäller räntepolitiken. I teknisk mening vet vi hur man implementerar en negativ ränta. Det krävs ytterligare en del jobb om det är önskvärt att ha en negativ ränta. Det finns ju inget land som har haft ordentligt negativa marknadsräntor, så det är en svår fråga.

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

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

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

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

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

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

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

Jag vill också ställa en fråga om utvecklingen av skulderna. Om man drar ut dessa linjer ganska långt tillbaka i tiden får man ju en bild. Om man ser på de tre fyra senaste åren tycks ju utvecklingen inte vara lika dramatisk som den var under hela tioårsperioden. Det har vidtagits åtgärder som till exempel ökade riskvikter, bolånetak och annat. Är de åtgärderna inte tillräckliga, trots att det ser ut så på era bilder? Är det då räntesänkningen som gör att takten på skulderna skulle öka kraftigt återigen? Hur stor ökning blir det av en sådan

räntesänkning som ni nu har genomfört? Hur stort genomslag kommer den att ge på skuldsättnings tillväxt framöver?

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

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

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

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

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

När inflationen är för låg i Sverige talar det för att vi i stort sett får samma räntenivå eller till och med lägre än på en del andra håll i världen. I det avseendet är vår frihetsgrad något begränsad. Det får vi nog leva med under överskådlig tid, även om det är nog så svårt att göra växelkursprognoser därför att allt möjligt kan inträffa. Men rent allmänt – om man ser på den grafen som visar hur den allmänna räntenivån har fallit i världen under lång tid så återspeglas detta väldigt väl av den allmänna räntebilden i Sverige. Det är ungefär de villkor som man har i en liten öppen ekonomi som den svenska.



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

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

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

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

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

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

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

Sedan är det helt klart ändå så att vårt ränteläge relativt omvärlden spelar roll för oss. Det har en effekt på kronan. Det är något som vi bör ta in i våra funderingar kring hur penningpolitiken bäst läggs upp. Stefan visade ju en

bild. Vi tror att om vi är positionerade efter Storbritannien och USA men före euroområdet när det gäller räntehöjningar så har vi fullt genomförbar strategi för penningpolitiken. Det är också motiverat av att problemen i Sverige inte är lika omfattande som de är i många delar av euroområdet.

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

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

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

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

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

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

Jag tror inte bara att man ska förlita sig på att utlåningstakten är långsammare. Har man vuxit i nivå under lång tid – vilket Sverige har gjort, och det finns skäl att tro att nivån kommer att stiga ytterligare – är redan den nivån riskfylld. Har man otur och träffas av ett antal störningar som är ogynnsamma kan problem uppstå redan vid de nivåer som vi ligger på nu. Man kan titta på USA som låg på omkring 120 procent av den disponibla inkomsten när det inträffade störningar. Man måste alltså se detta i ett större sammanhang.

Det generella svaret på Jonas Jacobsson Gjörtlars fråga är att vi försöker basera våra prognoser och vår penningpolitik på den information som är känd

kring både finanspolitik och annan politik och den som vi förväntar oss under de närmaste åren. Vi lyssnar på de uttalanden som kommer från de ansvariga. Det är det generella, och det var ju Stefan inne på, att det är det som ligger i våra prognoser nu för både finanspolitiken och andra politikområden.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Det vore intressant att höra Riksbankens synpunkter på detta.

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

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

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

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

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

Vad gäller frågan om huruvida amorteringar inte räcker och om man ska göra mer får man hela tiden väga detta mot vad som sker på konsumtionssidan. Men – för att återupprepa det som Per Jansson sade – det finns naturligtvis inte någon gratis lunch i de här sammanhangen. Det gäller hela tiden att väga nu mot sedan och vad det kostar om man trampar väldigt mycket fel, när man vid en framtida tidpunkt pratar om att ha trampat fel. Jag vill återupprepa Pers

poäng. Skulle vi trampa rejält fel i frågan om lån försvåras både den allmänna ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken i högsta grad. Vi vet av erfarenhet från andra länder att det tar många år innan man gräver sig ur en sådan grop. Vad det här handlar om i dagsläget är att hitta en lagom avvägning, så att skuldökningen inte blir helt ohanterlig.

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

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

Till höger har vi en bild som visar utvecklingen av enhetsarbetskraftskostnaderna – den blåa linjen – och inflationen. Ni kan se att inflationen historiskt i alla fall trendmässigt följt enhetsarbetskraftskostnaderna ganska väl, men det sambandet verkar helt ha kollapsat under senare tid. Det är klart att vi inte kan trolla om det inträffar sådana här saker, utan vi måste gå på historiska mönster och samband när vi gör våra prognoser. Det här är naturligtvis saker som har överraskat oss – och även andra, som ni kan se. Till de dåliga prognoserna har en överraskande mycket sämre internationell utveckling bidragit, men också att inflationen därutöver haft en tendens att utvecklas på ett sätt som varit väldigt svårt att förstå.

Vi försöker ständigt att fila på våra modeller. Jag visade i mitt inledningsanförande att vi har gjort ganska stora, för att inte säga väldigt stora prognosfel beträffande inflationen på kort sikt. Vi har naturligtvis gått igenom alla de här modellerna och försöker förbättra dem, men det är inte alldeles enkelt. Som sagt lutar sig alla modeller mot tidigare historiska mönster.

Ändras de har man problem. Men vi får helt enkelt fortsätta att göra jobbet och försöka dra de slutsatser vi kan. Något annat kan vi inte göra. När modeller fungerar sämre kan vi kanske ibland luta oss i högre grad mot bedömningar än modeller eller helt enkelt skrota vissa modeller och ta in nya. Det är ett arbete som ständigt pågår.

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

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

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

*Erik Ullenhag (FP):* Jag tror att man alltid ska vara försiktig med att beskriva en verklighet som en ny ekonomi. Varje gång vi har beskrivit verkligheten som en ny ekonomi har det egentligen gått ut på att man ska kunna låna pengar utan att göra vinster, för att gå tillbaka i den ekonomisk-politiska historien. Men det är klart att en del av den verklighet vi nu ser är ny. Vi har en kraftig jobbtillväxt och en relativt god tillväxt kombinerat med nollränta och mycket låg inflation. Det är klart att det strider mot rätt mycket historiska data.

Både riksbankschefen och vice riksbankschefen återkommer till resonemanget om att vi varit i en speciell situation under senare år. Men Stefan Ingves har också ett par gånger nämnt diskussionen kring vad e-handeln har för effekt. Där behöver man fundera. Är det så att prognosmissarna beror på att vi inte är i en speciell situation utan att det är fråga om de facto-

förändringar? En av de saker som har drivit den låga inflationen är energipriset. Med introduktionen av skiffergas och skifferolja från den amerikanska marknaden är det väl ganska lite som tyder på att energipriserna kommer att stiga. En annan sak ni pekar på är livsmedelspriserna. Är det sådant som kommer att fortsätta att trycka inflationen nedåt, eller kan man se en omvärld som trycker den uppåt? Stefan Ingves nämnde som ett vardagligt exempel att platt-tv:ar blir billigare och billigare och dessutom plattare och plattare. Det är fråga om en förändring i kostnadsbilden. Det är möjligt att vi har blivit snabbare i att pressa priser, och det där är otroligt svårt att följa.

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

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

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

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

respondera på ett sådant förslag? Vad finns det för för- och nackdelar ur ert perspektiv?

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

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

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

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

Vi kommer nog inte ifrån att vi behöver vända utvecklingen och hantera detta på ett sådant sätt att vi återför svensk ekonomi och svensk hushållssektor till ett tillstånd där det normala är att man betalar tillbaka sina lån. Annars ger vi oss på ett samhällsexperiment som jag för min del tror är farligt, även om jag pratar om någonting som inte i huvudsak ska ses ur ett konjunkturperspektiv. Det kommer en dag när detta blir ett stort bekymmer. Det har att göra med den allmänna reflexionen att erfarenheten visar att man får problem förr eller senare om man har för mycket skulder i företagssektorn, hushållssektorn eller den offentliga sektorn. Det är väldigt bekvämsamt att gräva sig ur en sådan grop, och därför bör man undvika att hamna där.

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



lägger man naturligtvis också en väldig energi på att hitta något sätt att göra detta där det inte tar emot så mycket.

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

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

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

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

Där finns det viktiga frågor. Vilka av de här prisfallen är egentligen i någon mening bra – om vi glömmet inflationsmålet bara för sekunden – i den meningen att de utgör konsumentöverskott av någonting som man mest är glad för eftersom det helt enkelt blir billigare? Det vi hela tiden får brottas med är att väga sådana frågor mot att den allmänna prisökningen ska vara 2 procent och att det ska vara ett ankare för pris- och lönebildningen. Men detta tycker jag är viktiga frågor som vi behöver borra i.

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

kraftigt eller att avskeda folk. Men det är viktiga frågor som vi säkert måste återkomma till.

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

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

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

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

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

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

Hur påverkas marknadsröntorna just nu?

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

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

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

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

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

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

Per visade ett antal prognoser av svenska prognosmakare. Dessvärre ser det ungefär likadant ut; de prognosmissar man har gjort är i rätt stor utsträckning

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

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

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

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

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

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

Sedan kommer jag till Niklas Wykmans fråga om avvägningen. Det handlar inte om att sätta hushållens konsumtion på noll i det här sammanhanget. Det

gäller att hitta en balans i detta där somt faller på hushållen och somt faller på företagen.

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

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

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

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

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

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

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

När det gäller konkurrenskraften har kronan deprecierat förhållandevis påtagligt sedan våren i fjol med över 10 procent effektivt räknat, det vill säga samlat mot olika valutor. Där kan man nog säga att man hade anledning att förvänta sig större effekter både realt och på inflationen av krondeprecieringen baserat på hur det har sett ut tidigare historiskt.

Måhända är det så att ytterligare effekter ligger lite i korten och inte ännu syns fullt ut. Det är också så att genomslaget av kronan på både realekonomin och inflationen är svårkvantifierat och har en tendens att variera över tiden. Det har att göra med att företagen kan hedga sig mot sådana förändringar. Att det kan slå olika beroende på det ekonomiska läget vet vi sedan tidigare. Men förhoppningsvis kommer ytterligare lite effekter från kronan.

Generellt sett ska den svenska exporten bäras upp och stiga framöver. Det kommer i huvudsak från den internationella tillväxtförbättringen. Sedan hoppas vi att kronan kan bidra lite grann, men det är den internationella tillväxtförbättringen som är det centrala.

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

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

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

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

Man kan också tänka sig att människor omallokerar i sitt sparande i högre grad än vad vi har antagit. Vi har antagit att det finansieras både genom omallokering i sparatet och att man drar ned på konsumtionen. Men man kan tänka sig att man i större utsträckning plockar från annat sparande. Svenska hushålls sparande är totalt sett ändå ganska högt. Det är också en faktor som kan göra att konsumtionseffekten blir mindre än annars.

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

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

*Jakob Forssmed (KD):* Herr ordförande! Jag återkommer lite till den frågeställning jag lyfte fram i min förra fråga, men det är delvis en annan slutfråga. Det är självklart att amortering är mycket viktigt. Jag delar helt det. Det är inte så att jag tycker att det är oviktigt på något sätt. Vi behöver dämpa

och bryta den skuldsättningsökning som vi har kunnat se. Riskerna är stora både för enskilda hushåll och på makronivå.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Man kanske kan hoppas att om vi får igång någon förbättring när det gäller de nya lånen kommer det också på sikt att smitta av sig lite grann bredare



allmänt sett på beteendet. Det handlar om att få en ändrad kultur. Det är inte riktigt bra att inte alls betala tillbaka eller i väldigt ringa omfattning betala tillbaka på sina lån. Man måste inte amortera ned till noll. Men viss återbetalning är ändå rimlig. Det är lite farligt att experimentera för mycket i den andra riktningen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Efter många år med låga räntor, hur kapabla är hushållen att hantera ett stigande ränteläge? Det vet vi inte. Sitter man med en stor skuld upplever man

en kraftigt ökad räntekvot, vilket kommer att inträffa i det skedet. Det gör man inte för att räntorna kanske stiger så jättemycket utan därför att man har en väldigt stor skuld. Ränta gånger skuld är det som bestämmer räntekvoten. Det inrymmer risker.

Vi har sett i många länder, som jag visat tidigare i grafen, att en hög skuldkvot är en viktig förklarande faktor när det gäller fall i konsumtionen i många länder. Det är inte bara i länder långt borta från Sverige, utan även Danmark och Holland har fått problem på den punkten.

Även om det går att förklara utvecklingen är det inte något som gör att man inte är bekymrad för det. Det gäller att ha en skälig skuldsättning och inte en dynamik som ständigt bara går upp såsom vi haft i Sverige under en lång tid.

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

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Jag sammanfattar med att säga att vi befinner oss i dagsläget i en situation där inflationen är alldeles för låg. Av det skälet har vi nollränta så att vi får upp inflationen. Samtidigt är vår bedömning att tillväxten kommer att öka både i Sverige och i omvärlden. Inte minst ökar tillväxten i Sverige när tillväxten stiger i omvärlden.

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

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

BILAGA 5

# Protokoll från öppen utfrågning om penningpolitiken den 5 mars 2015

Inbjudna:

Stefan Ingves, riksbankschef

Kerstin af Jochnick, förste vice riksbankschef

Deltagare:

*Ledamöter*

Fredrik Olovsson (S) ordförande

Ulf Kristersson (M) vice ordföranden

Jonas Jacobsson Gjörtlér (M)

Jörgen Andersson (M)

Ingela Nylund Watz (S)

Emil Källström (C)

Janine Alm Ericson (MP)

Hans Unander (S)

Dennis Dioukarev (SD)

Erik Ullenhag (FP)

Jakob Forssmed (KD)

*Suppleanter*

Niklas Karlsson (S)

Maria Malmer Stenergard (M)

Håkan Svenneling (V)

*Ordföranden:* Finansutskottets sammanträde är öppnat. På dagordningen står offentlig utfrågning om den aktuella penningpolitiken. För ändamålet är riksbankschefen och förste vice riksbankschefen inbjudna. Riksbanken håller först sina presentationer. Sedan ges det möjlighet för ledamöterna att ställa frågor.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Stort tack för att vi än en gång får möjlighet att vara här, denna gång med ett nytt utskott. Vi kommer att vara här många gånger framöver för att resonera om penningpolitiken.

Jag ska ge en bild av svensk penningpolitik och den allmänna ekonomiska utvecklingen. Sedan fortsätter Kerstin med ytterligare reflexioner om detta.

Förra månaden fattade vi ett ovanligt beslut. Det är första gången som vi har infört negativ reporänta, det som i folkmun har kommit att kallas minusränta.

Det är så den beskrivs. Den är på  $-0,1$  procent. Vi beslutade också att köpa statsobligationer till ett värde av 10 miljarder. Det är köp som redan pågår. Det gör vi för att understödja inflationsuppgången så att vi får tillbaka inflationen till 2 procent.

Vi tror att vi kommer att ha låga räntor ett tag. Och vi har listat ett antal olika åtgärder som vi kan vidta utöver att bara sätta räntan. Vi kan till exempel köpa statsobligationer för betydligt mer än 10 miljarder, om vi skulle tycka att det behövs.

Om vi börjar med att titta lite på vår omvärld, vilket är viktigt eftersom Sverige är en liten, öppen ekonomi med export och import på 50 procent av BNP, kan vi se att vi har sänkt räntan mot bakgrund av de risker som vi ser i vår omvärld för närvarande. Mycket har hänt under hösten och vintern som påverkar vår inflationstakt men naturligtvis också tillväxten i svensk ekonomi.

Vi har sett mycket stora oljeprisrörelser. Oljepriset har fallit med ungefär 50 procent. Må vara att det varierar ganska kraftigt från dag till dag. Det är naturligtvis positivt för tillväxten, och det är i grunden positivt för svensk ekonomi. Men samtidigt har vi det udda resultatet på kort sikt att inflationen blir lägre än den annars skulle ha varit. Det bidrar också delvis till den osäkerhet som finns i vår omvärld.

Ett antal centralbanker har sänkt sina styrräntor och vidtar olika typer av okonventionella åtgärder för att på ett eller annat sätt öka tillgången på pengar i sina ekonomier. Europeiska centralbanken kommer att köpa tillgångar för ungefär tre gånger svensk BNP. Med svenska mått mätt handlar det alltså om väldigt stora belopp. Det är i grunden positivt för Europa och för svensk ekonomi, men det skapar en del osäkerhet.

De stora centralbankerna går i dagsläget i otakt. Europeiska centralbanken kommer att göra stora tillgångsköp och behöver få upp inflationen i Europa. Samtidigt har den amerikanska centralbanken slutat köpa tillgångar. Där handlar diskussionen snarare om i vilken takt man kommer att höja räntan och när det kommer att ske. Att två stora block i världsekonomin för närvarande går helt i otakt leder till ganska stora spänningar.

Sverige påverkas åt båda hållen av detta, och det skapar osäkerhet för vår del. Till detta ska vi lägga osäkerheten när det gäller att hantera Grekland, allt större osäkerhet i vårt närområde i fråga om vad som sker i den ryska ekonomin och hur man ska hantera de stora ekonomiska bekymmer som finns i Ukraina.

Om vi börjar med oljepriset och tittar på euroområdet och USA kan vi till att börja med se att låg inflation inte på något sätt är bara ett svenskt fenomen, utan det har gällt och gäller i stora delar av världen. Det kan vara värt att notera det något udda fenomenet att inflationen faller i den amerikanska ekonomin samtidigt som tillväxten är väldigt god. Och den amerikanska ekonomin är i grunden på väg uppåt. Det leder till det något udda fenomenet i närtid att inflationen var  $-0,4$  senast, men om man räknar bort oljeprisfallet i den

amerikanska ekonomin var inflationen ungefär 1 ½ procent där. Vi räknar också med att inflationen stiger betydligt snabbare i den amerikanska ekonomin än i Europa.

Vi ser rätt tydligt att det skapar stora svängningar på valutamarknaden när centralbankerna går i otakt. Det är ungefär det man kan förvänta sig. Och det sker på ett sådant sätt att även den svenska kronan påverkas. Om vi börjar med att titta på dollarkursen visavi svenska kronor kan vi se att dollarn har förstärkts mycket kraftigt den senaste tiden. Stora förändringar har skett där. Kronan har också försvagats en del gentemot euron – det är den blå grafen på diagrammet som visas – men det har gått mycket långsammare.

En stor fråga framöver kommer, som jag sa inledningsvis, att vara vad som händer när amerikansk och europeisk ekonomi går åt olika håll. Vad innebär det att man kastar om ordningen när det gäller tillgångsköp? Tidigare köpte man stora tillgångar i USA; nu kommer man att göra det i Europa. Det skapar högst sannolikt spänningar på valutamarknaden i många olika delar av världen. Och det skapar osäkerhet.

I en sådan värld är det synnerligen svårt att göra kronprognoser. Det är alltid svårt med prognoser, men jag kan ändå notera att kronan för närvarande är ungefär på sin svagaste nivå sedan 2010. Det är en faktor som spelar roll för inflationstakten i Sverige. En svag krona leder till högre importpriser, och då stiger priserna i Sverige.

I svensk ekonomi ser vi en relativt god utveckling under de närmaste åren. För närvarande ligger vi på ungefär normal tillväxt, och vi räknar med att det ska gå ännu lite bättre nästa år. Det har att göra med fallet i oljepriset, den svaga kronan och den låga reporäntan. I närtid och i loppet av fjolåret har det framför allt påverkats av att den inhemska efterfrågan har hållits uppe. Men våra förväntningar är en omfördelning över tid, i takt med att det går bättre i världsekonomin. Då är det nämligen rimligt att anta att vi kommer att exportera mer.

Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas, även om det tar lite tid. Antalet lediga jobb ökar. Vi tror att sysselsättningen kommer att öka. Och arbetslösheten sjunker. Det innebär även att vi har ett ganska ovanligt läge. Tillväxten är nämligen normal – nästa år kommer den till och med att vara lite bättre än normalt – men vi har väldigt låg inflation.

Om vi börjar med att titta på den röda grafen på diagrammet som visar konsumentprisindex kan vi se att inflationen är negativ ett litet tag. Det har i dagsläget framför allt att göra med att vi får med räntesänkningarna i bagaget när vi sänker räntan. Då är inflationen låg den vägen. Om vi räknar bort räntesänkningarna och tittar på den blå grafen kan vi se att inflationen ligger någonstans runt ½ procent. Vi räknar med att inflationen kommer att stiga ganska snabbt mot slutet av året. Och om vi tar bort energiprisfallet låg inflationen senast runt 1,1 procent.

När vi börjar höja räntan åker inflationen alltid upp, vi får räntehöjningarna med oss, och då slår det över åt andra hållet. Vi kan alltså se att inflationen då hamnar betydligt över 2 procent om man tittar på KPI. I det här sammanhanget ställs man inför frågeställningen: Hur kommer det sig att inflationen nu är låg? Vad kan vi säga om det?

Vi har frågat ett stort antal företag – vi har pratat med många företag – om detta och ställt särskilda frågor under det senaste året. Vi har enkätsvar från ungefär 900 företag när det gäller prissättning. Ofta svarar de att konkurrensen har varit högre än normalt och att efterfrågan har varit lägre än normalt. Det leder till att det är svårt att höja priserna. Och något som återkommer i lite olika tonarter från olika företag är att man säger ungefär så här: Löneutvecklingen har varit sådan att lönerna har stigit en hel del, särskilt om man räknar i termer av enhetsarbetskostnader. Men det har samtidigt inte varit möjligt att skjuta de kostnadsökningarna vidare. Det innebär att vinstmarginalerna har krympt. Alla möjliga olika företag finns i samplet. Bilden är därmed ganska entydig.

Det är lite svårt att illustrera vad vi menar med inflation, som är en allmän stegring av prisnivån. På diagrammet som visas är den röda grafen KPIF, konsumentprisökningar exklusive ränteförändringar. KPIF är ett vägt genomsnitt av 360 olika varugrupper. Det finns totalt flera tusen varor och tjänster i KPIF. Det går inte att visa alla på en gång. Vi har sammanfattat detta med 70 olika varugrupper här. Det betyder att vid varje enskild tidpunkt finns det alltid några varugrupper där priserna stiger ganska mycket, och det finns alltid några varugrupper där priserna faller ganska mycket. Det är det som vi försöker illustrera med den här bilden.

När vi tittar på det här och kommer fram till 2013/2014 kan vi se att det grå området blir allt mindre. Framför allt är det allt färre varugrupper där priserna stiger mycket. Det betyder att det har varit en bred nedgång i prisökningar under den här perioden.

Man kan alltid plocka ut enskilda varugrupper i de här sammanhangen, till exempel elektronikvaror, vilket är en varugrupp som man ofta diskuterar. Det är uppenbart att priserna på platt-tv:ar har fallit. Den blå grafen visar att prisutvecklingen har varit en helt annan än KPI i största allmänhet. Men även i elektronikbranschen börjar priserna krypa uppåt lite sakta, i den meningen att priset inte är riktigt lika stort som tidigare.

Men om man pratar med enskilda företag kan de till exempel säga ”Konjunkturen är nog ganska bra, men vi kan ändå inte höja priserna”. Det är också ungefär det som den här grafen visar.

Inom ett helt annat område, hotellnätter och logi, har priserna tidvis ökat snabbt. Under ganska lång tid har de ökat snabbare än KPIF, även om de hoppat upp och ned. De har haft en svår period den senaste tiden, men nu ökar priserna i branschen igen. Där säger man ungefär att beläggningen ökar generellt för närvarande därför att konjunkturen förbättras. Inte heller där har

man så här långt haft möjlighet att skicka iväg prisökningarna i riktigt samma takt som kostnadsökningarna. Men även där ser priserna ut att vara på väg uppåt.

Det betyder att vi i dagsläget ser vissa tecken på att inflationen har bottnat. På de två bilder som visas kan vi börja med att titta på livsmedelspriserna. Där kan vi se att prisökningarna är tillbaka runt 2 procent. Prisökningarna har varit ganska höga på frukt, grönsaker, kaffe, kakao och sådant – det är importerade varor – och har säkert delvis att göra med att kronan har försvagats under den här tidsperioden. Allmänt sett förväntar man sig alltså att varugrupper med stort importinnehåll ska visa ett mönster som ser ut ungefär så här.

När det gäller tjänstepriserna är prisökningarna inte tillbaka runt 2 procent. Men de är också på väg uppåt. Det gäller till exempel resor, logi och biluthyrning. Men som en detalj gäller det inte bilreparationer och bilservice.

I den här världen är det viktigt med förankrade förväntningar. Inflationförväntningarna – vad man tror om inflationen i framtiden – följer ganska nära, på ett eller två års sikt, den inflation som man faktiskt observerar. Vi brukar alltså fokusera på den gula grafen som vi kan se på diagrammet. Den visar vad man tror om hur hög inflationen ska vara om fem år. Detta mått på inflationsförväntningarna har sakta krupit nedåt och ligger nu runt 1,7 procent. Det är viktigt att se till att de kommer upp igen och närmar sig 2 procent.

Alla de här tre måtten på inflationsförväntningar har under den senaste tiden vänt uppåt lite grann. Men det är viktigt att de drar sig uppåt 2 procent under den närmaste tiden.

Mot den bakgrunden är det angeläget att föra en expansiv penningpolitik. I dagsläget har vi sänkt reporäntan till  $-0,10$  procent. Det innebär att bankerna får betala för att placera pengar hos Riksbanken, vilket de också gör. Som en konsekvens av detta har vi en lägre räntebana och räknar med att vi kommer att ligga på den här nivån en bra bit in på nästa år.

Bankerna har ett val mellan att placera pengar hos Riksbanken antingen över natten eller under en vecka. Om man placerar pengar över natten kostar det ännu lite mer. Då är reporäntan  $-0,10$  plus  $-0,1$  till. Då är räntan man betalar de facto  $-0,2$ . Det här fördelar sig lite olika från dag till dag och från vecka till vecka. Men det innebär att den genomsnittliga ränta som banken betalar faktiskt är lite lägre än  $-0,10$ .

Vi har inlett våra köp av statsobligationer. Så här långt har vi gjort det en gång. Den här veckan pågår den andra vändan. Sedan är det ytterligare ett steg nästa vecka.

Effekterna av allt detta är ungefär likadana som när man bara ändrar räntan eller räntebanan. Det gäller att få ned den allmänna räntenivån för att därigenom öka konsumtionen, investeringarna och exporten eller via växelkursen se till att importpriserna stiger.

Man kan jämföra penningpolitik i Sverige med andra länder, inte i termer av vilken ränta centralbankerna har satt utan titta på de räntor som hushåll och

företag betalar. Det är alltid en lite grannlaga uppgift att jämföra räntor i olika länder. I det sammanhanget finns det nämligen ett mått av att jämföra äpplen och bananer. Men det här fångar ändå rätt väl hur det ser ut. Och om vi tittar på till exempel räntor till hushåll kan vi se att utlåningsräntor till hushåll ligger under räntorna i USA, England och övriga Europa. I dagsläget gäller det även räntor till företag.

Beskrivet på det sättet finns det i dagsläget egentligen inte några prismässiga begränsningar för vare sig hushåll eller företag när det gäller att låna. De här räntorna är väldigt låga också jämfört med andra länder. Det är en konsekvens av att vi inte har haft stora bekymmer i vår finanssektor, till skillnad från i Europa. Då kan man också förvänta sig att det är på det här sättet.

Om centralbanken förser den finansiella sektorn med mycket pengar men om man har problem i den finansiella sektorn är det inte säkert att det här vandrar vidare ut i ekonomin. Men så är det inte i Sverige. Det ser vi tydligt när vi tittar på de bilder som nu visas.

Om det krävs mer gör vi mer. Vi vill få upp inflationen till 2 procent eftersom det är det nominella ankare som vi har för pris- och lönebildningen. Att göra mer innebär i det här sammanhanget att på ett eller annat sätt skapa mer pengar i svensk ekonomi och att använda Riksbankens balansräkning för att åstadkomma det. Det kan vi göra genom att sänka reporäntan ytterligare. Då får man betala mer för att deponera pengar hos Riksbanken. Det försöker man undvika genom att låna ut pengar till någon annan i stället. Men systemet fungerar på det sättet att pengarna alltid kommer tillbaka till oss över natten. Och även nästa dag försöker man komma undan det. På så sätt skapar vi mer pengar i svensk ekonomi.

Vi kan också sänka räntebanan, och vi kan köpa mer statsobligationer. 10 miljarder är i det här sammanhanget inte ett särskilt stort belopp. Vi kan låna ut till företag via banksektorn. Och allt detta kan också användas i större skala.

En punkt finns inte med här. Men om vi skulle anse det lämpligt kan vi också köpa utländsk valuta och sälja svenska kronor, även om det kanske inte är vårt förstahandsval. Då skapar man mer svenska kronor.

Alla åtgärderna kan vi vidta vid precis den tidpunkt som de behövs.

Jag vill också säga några ord om att när räntorna är väldigt låga, vilket de är i dagsläget, uppkommer frågeställningen: Vad händer då? I den bästa av världar är vår önskan att den kreditexpansion som sker används till i första hand investeringar och konsumtion, och inte på ett sådant sätt att bara tillgångspriser stiger.

Vi har en hög och stigande belåningsgrad när det gäller hushållens skulder. Bostadspriserna stiger snabbt, mellan 10–15 procent per år. Hushållens bolån ökar för närvarande med ungefär 6–6,1 procent i årstakt, vilket är betydligt snabbare än BNP-ökningen och dubbelt så snabbt som hushållens ökning av disponibla inkomster.



Det är inte märkligt eftersom det finns ett begränsat utbud av bostäder. Och stigande inkomster och mycket låga räntor bidrar till att höja efterfrågan på dessa bostäder. Men samtidigt ökar en stadigt växande skuldsättning sårbarheten för svensk ekonomi. Ett exempel kan vi se om vi tittar på svenska banker. Bankernas tillgångar, balansräkningar, är mycket stora i förhållande till svensk BNP. De har mycket stor andel marknadsfinansiering och har ett eget kapital som är ungefär 4 procent av den totala balansräkningen. Då vill det till att allting fungerar i svensk ekonomi för att man inte ska dra på sig för stora risker.

När det gäller hushållens skulder finns det också dubbla risker. I första hand gäller det om man lånar mycket och vid någon framtida tidpunkt kommer på andra tankar. Om man då tycker att man har lånat för mycket drar man ned sin konsumtion, och det påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen. Konsumtionsviljan minskar och tillväxten i ekonomin går ned, därför att man väljer att hålla igen i stället för att konsumera.

I fråga om den finansiella sektorn ser vi inte stora kreditförluster framför oss i första hand. Det första som händer på den sidan om man trampar fel är att bankerna får finansieringsproblem. Om de så småningom får kreditförluster påverkar det naturligtvis också hela systemet. Inte minst är så kallade säkerställda bostadsobligationer, bostadsobligationer med bostadsfastigheter som säkerhet, en mycket stor del av den svenska finansiella sektorn. Därför är det viktigt att det inte sker några olyckor på den sidan.

Det betyder att det är viktigt att vidta ytterligare åtgärder eftersom riskerna har ökat under lång tid på den kanten och utlåningen ökar snabbt igen. Vi kan inte åstadkomma två olika räntor – en ränta för företag och en annan för hushåll. Då måste vi hantera det på ett annat sätt. Det innebär att det krävs ytterligare makrotillsynsåtgärder, som vi kallar det, i det här sammanhanget.

- Man kan skärpa bolånetaket.
- Man kan införa ett skuldkvotstak, det vill säga att skulderna inte får vara högre än en viss procentsats av disponibel inkomst.
- Man kan begränsa andelen bolån till rörlig ränta. Räntorna kommer att stiga i framtiden.
- Man kan justera ränteavdragen, vilket är angeläget. Då blir det också dyrare att låna.
- Man kan justera så kallade kvar-att-leva-på-kalkyler.
- Man kan höja fastighetsskatten.
- Man kan se till att utbudet av bostäder ökar. Vi behöver åstadkomma en bättre jämvikt på den svenska bostadsmarknaden än vi har i dagsläget.

Assar Lindbeck säger i tidningarna i dag att det är dags att Sverige hamnar på någon form av observationslista när det gäller de här typerna av frågor. Vi har funnits på sådana observationslistor under lång tid. Det är alltså inte något nytt. Det här har påpekats på olika sätt av såväl EU-kommissionen och OECD

som IMF i lite olika tongångar under årens lopp. Det tonläget kommer sannolikt att skärpas under rådande förhållanden.

För att summera och gå tillbaka till penningpolitik ger det väldigt låga ränteläge som vi har nu stöd åt inflationsuppgången. Vår uppfattning är att inflationen återigen är på väg upp, att det har vänt och att inflationen är på väg mot 2 procent, även om det kommer att ta ett tag. Vi har sänkt reporäntan till negativ,  $-0,10$ . Och vi kan sänka reporäntan ytterligare om det skulle behövas. Vi har startat köp av statsobligationer. Om det behövs göras mer kan vi göra mer också på den sidan. Vi har en hög beredskap för att se till att vi får upp inflationen till vårt inflationsmål på 2 procent.

*Kerstin af Jochnick, Riksbanken:* Jag vill börja med att säga att jag delar riksbankschefens syn på det ekonomiska läget. Och jag står bakom den penningpolitik som vi bedriver.

Mitt fokus i dag kommer att vara att ge lite perspektiv. Det finns många synpunkter på penningpolitiken nu. Ibland läser man i tidningarna att vi gjorde en totalomvändning när vi gick mot negativa räntor. Man tror ibland att vi har glömt bort hushållens skuldsättning. Därför vill jag försöka nyansera lite grann och peka just på att vi har fortsatt vårt arbete med att försöka uppnå målet vad gäller 2 procents inflation. Det har vi gjort under en längre tid. Nu har vi dessutom lagt till extraordinära åtgärder för att ytterligare sänka ränteläget i svensk ekonomi och stimulera efterfrågan.

Jag vill börja med att visa diagrammet över just hur reporäntan har utvecklats över tiden. På bilden som visas kan ni se att vi har sänkt reporäntan kraftigt under de senaste två åren. Det har vi gjort just för att stödja svensk ekonomi och se till att få upp inflationen. Men trots de relativt stora sänkningarna har vi inte lyckats få upp inflationen. Då är det viktigt att försöka förstå vad som har hänt och som gör att vi trots kraftiga räntesänkningar inte lyckas få upp inflationen till 2 procent.

Många olika faktorer är med här. Stefan tog upp en rad faktorer som har med företagens beslut att göra, ökad konkurrens och så vidare. Men det handlar om att göra prognoser över framtiden och försöka förstå vad som kommer att hända under de närmaste åren. På den bild som nu visas är vi de röda plopparna. De visar vilka prognoser vi har gjort över inflationen 2014, vid olika tidpunkter. De blå rutorna är andra prognosmakares prognoser över inflationen 2014.

Ni kan se att fram till mitten av 2013 var bedömningarna, både våra och andras, fortfarande att vi skulle ligga på en inflation runt 1,3 och 1,4, medan vi under 2014 har hamnat på en väldigt låg nivå. Då är frågan hur det kommer sig att vi, trots att vi har en stor analysapparat och tillgång till mycket information, inte lyckas pricka in inflationen på rätt sätt.

Det finns många olika förklaringar. Men jag vill ändå börja med det globala perspektivet. Efter finanskrisen har det nämligen varit väldigt svårt att komma

tillbaka till de tillväxtnivåer som vi har haft tidigare. Sverige, som är ett litet land med öppen ekonomi är beroende av export till utlandet. En stor del av vår tillväxt är just exporten till utlandet. Och vi är beroende av euroområdet.

Ni ser på den bild som visas att den svaga efterfrågan har gjort att vi har fått en långvarig global nedgång i inflationen. På slutet kan ni se det kraftiga oljeprisfallet. Oljepriserna har fallit med 50 procent sedan mitten av förra året. Och det påverkar utvecklingen på slutet.

Det handlar också om förankrade förväntningar. Det är viktigt med ett ankare i ekonomin och att det finns i företagens och hushållens medvetande att vi långsiktigt kommer att uppnå inflationen runt 2 procent.

Här har det också hänt någonting under det senaste året. När det gäller dessa inflationsförväntningar under lite längre tid kan ni på den gula kurvan se att de har legat lite över och lite under. Men under 2014 ser vi att inflationsförväntningarna på lite längre sikt också börjar trenda nedåt. Detta är ett orostecken för vår del, eftersom det är någonting som vi tar på stort allvar. Inflationsförväntningarna ska helst ligga runt 2 procent för att vi ska skapa goda förutsättningar i ekonomin. När man tar beslut om investeringar och konsumtion ska man veta att inflationen kommer att ligga omkring 2 procent.

Ju längre dessa inflationsförväntningar blir, desto större är risken att de påverkar inflationen och att vi får en negativ cirkel med lägre inflationsförväntningar och lägre inflation. Ju närmare nollan vi kommer, desto mer rädda kommer vi att vara för ett deflationsscenario.

Vi har alltså nya förutsättningar för penningpolitiken. Inflationen har av olika skäl blivit lägre än väntat. Inflationen har legat under målet under en lång tid, och det har påverkat de långsiktiga inflationsförväntningarna.

Till detta vill jag också lägga ramverket för makrotillsyn. Det kom på plats under 2014. Det underlättar för penningpolitiken att vi kan fokusera fullt ut på penningpolitiken och inflationsmålet.

Ni vet att vi tidigare har sagt att vi hade möjlighet att på marginalen också ta hänsyn till hushållens skuldsättning i våra penningpolitiska beslut. Men ju lägre inflationen har blivit och ju längre ned vi kommer med vår räntebana har vi sett att vi måste fokusera fullt ut på inflationsmålet. Då är det väldigt bra att makrotillsynen finns på plats.

Makrotillsyn är ett svårt område. Men bara för att det är oprövad mark är det inte skäl att inte göra någonting, utan vi hoppas att Finansinspektionen nu utvecklar detta på ett bra sätt. Stefan Ingves pekade på en rad olika frågor man behöver utreda och få fokus på för att vi ska få ordning på riskerna och sårbarheten med hushållens skuldsättning.

Vi har alltså ändrade förutsättningar för penningpolitiken.

Ni kommer ihåg att det för inte så länge sedan var ganska många som sa: ”Ni kan strunta i hushållens skulder och huspriser och enbart fokusera på inflationsmålet”.

Men nu känner man att strömningarna är lite annorlunda. Nu börjar allt fler ändå känna att man ändå är lite orolig för att det byggs upp bubblor i ekonomin, inte bara när det gäller skuldsättningen utan också på andra håll.

Nu börjar det mer bli diskussioner om inflationsmålet och om vi verkligen ska hålla fast vid det. Det speglar också de svåra avvägningar som vi har att göra i samband med våra beslut.

Min bedömning är att den tidigare kritiken tog alltför lätt på hushållens skulder och de risker som den här stora skuldsättningen kan orsaka svensk ekonomi längre fram. Det är viktigt att vi fortsätter att jobba med den delen.

Men när det gäller vårt fokus är bedömningen att vågskålen nu har tippat över till att vi måste ha vårt stora fokus på inflationen och få upp den till 2 procent. Det finns inte något utrymme i den diskussionen att fortsätta ta hänsyn till riskerna med hushållens skuldsättning.

Självklart kommer vi att fortsätta bidra till den goda analysen, vi deltar i stabilitetsrådet och vi vill gärna vara med och påverka denna utveckling. Men vi har inte någon verktygslåda för den.

När det gäller den nya kritiken är det nog så att vi här måste föra en bred diskussion om vikten av att ha förankrade inflationsförväntningar. Vår bedömning är att det är väldigt viktigt för svensk ekonomi att vi fortsatt kan ha inflationsförväntningarna på lite längre sikt förankrade runt 2 procent.

Diskussionen om att ändra inflationsmålet tror vi också är en farlig väg att gå. Inflationsmålet har nämligen sedan slutet av 90-talet tjänat oss väldigt väl. Vi kommer ihåg perioder under 70- och 80-talen då vi hade en mycket hög inflation. Vi kommer också ihåg att det inte skapade goda förutsättningar för hushåll, företag och tillväxt i Sverige.

Vi bör därför hålla fast vid inflationsmålet, och det är vår uppgift att se till att vi får upp inflationen.

Det förs också diskussioner om att det är omöjligt i detta läge att få upp inflationen. Då vill jag bara peka på att det finns länder både i vårt närområde och lite längre bort som inte är helt olika Sverige och där man har en inflation på runt 2 procent. Vår bedömning är därför att vi kan få upp inflationen och att vi är på god väg.

Min sammanfattning är att det är viktigt att inflationen nu stiger mot målet. Vi har reagerat på nya förutsättningar. Det är därför som vi har sänkt reporäntan i flera steg, och vi har sänkt vår reporäntebana för att stödja svensk ekonomi. Vi har nu också gått in på området okonventionella åtgärder för att ytterligare stimulera svensk ekonomi.

Inflationsmålet är viktigt som ett nominellt ankare, och det är viktigt att vi också ser till att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir förankrade runt 2 procent.

Makrotillsynen är ett viktigt område att fortsätta utveckla. Vi bör också ha fokus på hushållens skulder, så att vi inte hamnar på denna observationslista utan kan plockas bort från dessa sammanhang.

*Ordföranden:* Vi tackar för dessa föredragningar. Nu går vi över till ledamöternas frågor till riksbankschefen och till vice riksbankschefen.

Det är Socialdemokraterna som får börja ställa frågor, och då vill jag själv ställa den första frågan.

Vi befinner oss i en mycket speciell omvärld. Vi har gått från finanskris till en mycket speciell situation när det handlar om penningpolitik. Vice riksbankschefen lyfte fram någon sorts skifte i debatten. Man kan säga att det också skett ett skifte i Riksbankens fokus, vilket jag tycker har bekräftats av resonemanget, i fråga om inflationsmålet och inflationsförväntningarna. Det är viktigt, inte minst när viktiga aktörer i ekonomin, exempelvis arbetsgivarna, börjar ifrågasätta om man kan lita på att det är det ankare som det har varit under mycket lång tid. Då är det inte så konstigt att man fokuserar mer på inflationsmålet, kanske inte minst i sin kommunikation, från Riksbankens sida.

Jag skulle ändå vilja att ni gör en reflexion över hur ni själva tror att den debatt som har varit under något års tid, när ni har talat om andra saker snarare än inflationen, i sin tur har påverkat just de fallande förväntningarna på inflationen i ett längre perspektiv, alltså ett femårigt perspektiv. Det är väl rimligt att anta att det som ni gör ändå spelar roll? Då har ni också bidragit till att detta ankare i dag ifrågasätts.

Jag skulle också vilja ställa en fråga om dessa köp av statsobligationer. Det är en ganska ny och speciell åtgärd som ni inte bara har annonserat utan även börjat genomföra, om än i liten skala. Det finns också en reservation i direktionen om dessa köp. Där lyfter man just fram att marknadsräntorna är lägre än den räntebana som ni själva presenterar och att alternativet till det speciella att köpa statsobligationer egentligen skulle kunna vara att sänka räntebanan.

Jag skulle gärna vilja höra vad ni har att säga om hur detta hänger ihop med räntebanan och marknadsräntorna.

*Vice ordföranden:* Jag tackar för intressanta genomgångar. Både i Sverige och internationellt pågår det en ganska intressant diskussion om vad som är goda och vad som är dåliga orsaker till den låga inflationen. Oljepriset är självklart i sammanhanget. Det nämnde ni uttryckligen. Speciellt i Sverige är detta rätt intressant med tanke på att vi, som riksbankschefen sa, har en modern historia av alltför hög inflation. En stor del av erfarenheterna från 90-talet med hög inflation, stora underskott och hög skuldsättning var en del av de reformpaket och strukturreformer som Riksbanken själv var en viktig del av.

Det som nu nämns rätt ofta är frågan om teknologiskiften. Ingen av er nämnde detta uttryckligen. Jag är lite nyfiken på er syn på detta. I grund och botten går det ut på att digitalisering i bred bemärkelse sätter press på priserna. Det ökar transparensen, ökar den internationella konkurrensen och minskar möjligheterna för företagen att höja priserna även när de tycker att det skulle vara berättigat och att detta är ett teknologiskifte som inte är temporärt utan som egentligen faktiskt förändrar spelreglerna för penningpolitiken.

Ingen av er nämnde uttryckligen digitaliseringen. Jag vill egentligen bara fråga: Finns det skäl att tro att detta principiellt förändrar förutsättningarna för synen på inflation, eller är detta i grund och botten sedvanligt överdrivna förhoppningar om eller farhågor för någonting som vi upplever just nu?

*Stefan Ingves, Riksbanken:* När det gäller den första frågan om den debatt som har förts låter det enkelt att säga att man ska tala om bara en sak och ingenting annat. Men ett samhälle är ju en komplex kropp där det finns många olika frågor. Då har det varit angeläget att också tala om de bekymmer som finns med skulder, därför att om vi trampar fel där blir Riksbanken garanterat sittande med problemet eftersom vi inte kommer undan.

Samtidigt ska man komma ihåg att vi under hela den här perioden talar om räntenivåer som är väldigt låga – mellan 2 procent och - 0,1 procent. Det är räntenivåer som vi tidigare inte har tänkt oss över huvud taget.

Dessvärre är det så att vi och många andra har överraskats av den inflationstakt som vi har observerat, för den blev lägre än vad vi trodde. Men där spelar också det som händer i vår omvärld en mycket stor roll. Det är alltså inte bara en fråga om ett svenskt fenomen. Men jag tror att man förenklar det lite för mycket om man från centralbankens sida aldrig talar om någonting annat än inflationstakten.

Den andra frågan handlade om sänkt räntebana i förhållande till våra obligationsköp och de marknadsräntor som vi nu observerar. Hela denna frågeställning om räntebanan bygger på antagandet att det är priset på pengar som vi resonerar om och inte kvantiteten. Men när vi är vid vägs ände när det gäller priset på pengar, mer eller mindre, får vi också jobba med kvantiteter, och då uppkommer precis denna frågeställning: Vad gör man då om marknadspriserna är annorlunda än den räntebana som vi har?

Jag tror att detta kommer att rätta till sig över tiden, därför att ju mer vi köper, desto mer är det vi som dominerar räntemarknaden, och då får vi väl så småningom justera räntebanan därefter. Jag tror att detta är något av ett övergångsfenomen. Men, som sagt, det försvåras av att vi talar om pris och kvantitet på samma gång. Det är mycket enklare om man väljer det ena eller det andra. Nu är vi emellertid där vi är, och då får vi leva med den skillnad som vi råkar ha för närvarande. Men jag tror att det kommer att rätta till sig över tiden.

Ulf Kristersson ställde en fråga om teknologiskifte och om detta är något annorlunda när det gäller penningpolitiken. Jag tror inte det. Det har också bakåt i tiden hänt alla möjliga olika saker när det gäller den teknologiska utvecklingen, vilket gör att vissa varor faller i pris. Men ett sätt att fånga det, som jag försökte visa lite grann, är att titta på den graf som jag visade där det framgår hur elektronikvaror har fallit kraftigt i pris. De har periodvis fallit med mellan 10 och 20 procent. Men andra priser stiger, så detta jämnar ut sig över tiden. Eftersom KPI fångar den allmänna prisnivån och innehåller tusentals varor kommer det över tiden ändå alltid att vara så att den allmänna prisnivån är avgörande, oaktat att det sker en hel del på teknologisidan från tid till annan.

Detta betyder alltså att det kan vara så att priset faller på vissa varor under en period, men i slutändan är det ändå så att mängden pengar i ekonomin påverkar den allmänna prisnivån på ett sådant sätt att det inte har hänt något fundamentalt som vi aldrig har sett eller hört talas om tidigare.

*Kerstin af Jochnick, Riksbanken:* Jag kan komplettera lite grann. Inflationsmålet har hela tiden varit i fokus, även om vi på marginalen har lyft fram frågan om hushållens skuldsättning. Det är viktigt att komma ihåg. Vad vi nu har sett är att när inflationen har varit så låg under så lång tid och inflationsförväntningarna börjar så att säga ticka nedåt är det än viktigare att snabbare få upp inflationen igen.

Det har varit mycket fokus på hushållens skuldsättning. Men jag tror att det har varit bra. Genom att Riksbanken har lyft fram dessa frågor har de fått mer uppmärksamhet, och det har också blivit mer aktivitet på detta område. Och i dag tror jag att vi har en gemensam bild av att det finns sårbarhet med denna höga skuldsättning. Sedan måste man ta nästa steg också och göra någonting åt det. Men jag tror att det har varit positivt för vår del.

När det gäller digitaliseringen har vi i vår senaste penningpolitiska rapport en särskild artikel, kan man säga, om digitaliseringens effekter. Vi är inne i ett strukturskifte, vilket är helt klart, men det har vi nog också varit i historien när man har haft robotisering av verksamheter på olika sätt. Vår bedömning är att det som nu händer i och med digitaliseringen är att den förmodligen dämpar prisutvecklingen. Men vi tror inte att det är det som är förklaringen till att vi har den mycket låga inflationen. Till exempel Kanada och Norge har en inflation runt 2 procent, och digitalisering finns där också.

Man kan på tre områden se att digitaliseringen påverkar prisbildningen. Det ena är just tillverkning av till exempel datorer och platta tv-skärmar. Det har blivit betydligt billigare. Men man använder sig också av digital teknik i produktion som en insatsvara, så att produktiviteten har ökat i industrin. Det bör också resultera i lägre priser.

Vi kan se att det finns en ökad internethandel. Det gör att konkurrensen på vissa segment, både varor och tjänster, ökar som en följd av detta. Detta är bra för konsumenterna. Men konkurrensen har ökat, och det är en ökad prispress i

olika delar av både varu- och tjänstemarknaden. Detta är alltså ett område som vi måste fortsätta att följa. Men vi tror inte att det har haft något stort genomslag än.

*Dennis Dioukarev (SD):* Ponera att inflationen inte vänder och att ni måste göra verklighet av era löften om att göra penningpolitiken ännu mer expansiv genom ytterligare reporäntesänkningar. Ett sådant scenario skulle innebära att bankernas förmåga att tjäna pengar minskar. I Tyskland har detta faktiskt resulterat i att ett antal banker har infört minusränta på privata sparkonton och att man då får betala för sitt sparande.

De fyra svenska storbankerna har än så länge sagt att detta inte är aktuellt och att man i det längsta kommer att försöka undvika att införa minusränta på privata sparkonton. Men någonstans går ju gränsen för bankerna, men var vet vi inte förrän det i så fall är för sent.

Min fråga är: Hur ser ni på risken att en sådan situation faktiskt kan uppstå även i Sverige och att privata sparare då kan få ta smällen för ytterligare räntesänkningar?

*Janine Alm Ericson (MP):* Jag tackar för en bra föredragning, så att vi har fått en bra överblick över läget.

Jag funderar lite grann på oljepriset. Vi är hela tiden lite grann inne på att det utgör en stor del av dessa beräkningar och att det ser ut som det gör. Jag undrar vilket oljepris som ni har använt vid era beräkningar. Är det nuvarande, stigande eller sjunkande? Det är egentligen inte någon som i dag vet någonting om oljebranschen som vill uttala sig om huruvida priset kommer att sjunka eller om det kommer att stiga.

Har ni tittat på hur mycket reporäntebanan skulle förändras om oljepriset ökar igen lika dramatiskt som det har sjunkit under det senaste halvåret?

Jag ska också passa på att ställa en fråga om att vi måste vidta åtgärder med tanke på den höga skuldsättningen hos hushållen. Vi i Miljöpartiet har föreslagit att vi ska se över ränteavdraget. Jag undrar om Riksbanken har tittat på några scenarier för hur en justering av ränteavdraget skulle påverka hushållens upplåning. Har ni gjort några prognoser?

*Emil Källström (C):* Även jag är lite inne på digitaliseringsspåret, som ni har berört. En annan aspekt på detta är att fler och fler tjänster hamnar i betalningsmodeller där marginalkostnaden är noll. Konsumtion och väldigt mycket värdeskapande sker alltså utan att några transaktioner är kopplade till detta.

Min fråga är därför: I vilken mån är detta ett fenomen som faktiskt påverkar prognoserna i grunden? För ekonomin i stort är det fortfarande ganska perifert. Ni har bitvis varit inne på detta, men det går att utveckla.



Jag är också lite intresserad av det som togs upp om beredskap för mer. Ni har redan fått frågan om reporäntan framöver men också om de kvantitativa lättnader som Riksbanken nu har inlett. Jag förväntar mig inget svar med siffror. Men det vore bra med ett resonemang kring hur stor den svenska bazookan är när det gäller de kvantitativa lättnaderna?

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Dennis Dioukarev ställde en fråga om minusränta på sparande och när det kan tänkas inträffa. Vi tror inte att det kommer att inträffa, i varje fall inte under rådande förhållanden. I dag är det nämligen så att med den negativa inlåningsränta som vi har i Riksbanken kostar det bankerna mellan 80 och 100 miljoner. Det är inget stort belopp om man beaktar att bankerna tjänade över 80 miljarder förra året.

Det är också så, vilket man kanske inte tänker på i dagsläget, att vår balansräkning under början av 2000-talet såg helt annorlunda ut. Då lånade bankerna pengar från Riksbanken. Vid den tidpunkten betalade bankerna ungefär 2 ½ miljarder per år till Riksbanken för den upplåningen. Då fanns det ingen diskussion över huvud taget om att det skulle leda till negativa inlåningsräntor för spararna. Man ska därför lite grann sätta detta i något slags proportion till annat.

Sedan är frågan naturligtvis hur negativt detta är, hur långt ned man kan gå och vad som händer då. Men vi tror inte att detta är en stor fråga, i varje fall inte under överskådlig tid under rådande omständigheter.

Janine Alm Ericson ställde en fråga om oljepriset. Vi räknar i våra prognoser med ett oljepris kring 60–65 dollar. När vi gör våra kalkyler utgår de i allt väsentligt från terminspriser på olja och vad man tror om oljepriset i framtiden.

Nu är det dock så att under rådande omständigheter med denna mycket stora osäkerhet tenderar terminspriserna att ungefär följa dagspriset. Det är bara ett annat sätt att säga att det är väldigt svårt att veta. Terminsprissättningen är ungefär som dagspriset, och sedan har man lagt på lite till. Men det är inte så att terminsprissättningen har gått särskilt brant uppåt eller nedåt.

Vi hoppas alltså att vi har rätt när det gäller detta. Men det är väldigt svårt att veta.

Nu har jag inte alla enskilda tiondelar i huvudet. Men det är ändå så att så som den svenska ekonomin fungerar – som inte är så beroende av olja, framför allt inte jämfört med hur det var för 20 eller 30 år sedan – påverkar oljepriset inflationen i Sverige, men det är inte några enorma skillnader som vi talar om, utan det är några tiondelar hit eller dit beroende på åt vilket håll oljepriset går. I detta avseende spelar det mycket större roll i till exempel USA.

Den stora skillnaden mellan ränteavdraget och många andra åtgärder är att ändringar av ränteavdraget slår mot hela stocken. Det innebär att man då får ett mycket snabbare och kraftigare genomslag på det. Vi har gjort sådana kalkyler där man kan se hur mycket det påverkar konsumtionsutrymmet eller disponibel inkomst. Då är det mer fråga om om man trappar ned ränteavdraget

över tiden, under hur lång tid eller om man tar bort allt på en gång. Men sådana kalkyler låter sig göras. Jag har inte sådana kalkyler med mig här i dag, men det är sådana kalkyler som vi har gjort. Då får man relatera dem till hur mycket det slår mot disponibel inkomst vid en given tidpunkt.

Men jämfört med till exempel ett amorteringskrav på nyutlåning är den stora skillnaden att det enbart påverkar nyutlåning, och det tar mycket lång tid att rulla igenom hela stocken. Det ger liten effekt i systemet i dess helhet jämfört med till exempel ränteavdrag eller någonting annat som slår mot alla.

Emil Källström frågade om digitaliseringen. Nej, den har inte ändrat våra prognoser i grunden. Vi ser inte något fundamentalt annorlunda. Den påverkar naturligtvis olika priskategorier och prisgrupper, och man kan fundera på vad som händer där. Men i slutändan kvarstår vår bedömning att den inte påverkar utvecklingen av den allmänna prisnivån på lite sikt. Där är det nämligen egentligen i grunden relationen mellan mängden pengar i ekonomin och alla andra varor som är det avgörande. Men det kan naturligtvis vara nog så svårt på kort sikt att göra en korrekt bedömning av vad detta innebär, eftersom det är alldeles uppenbart att det innebär en prispress inom vissa delar av ekonomin.

När det gäller den sista frågan kan vi i teknisk mening alltid köpa precis så mycket som vi behöver. Det tycker jag också att vi visade under 2008 och 2009 då vår balansräkning växte från ungefär 200 miljarder till 700 miljarder på ganska kort tid. Då gjorde vi helt andra saker. Vi köpte inte statsobligationer. Men vi har i handling visat att vi kan använda vår balansräkning och att vi kan använda den med kraft om det skulle behövas. I detta avseende är naturligtvis 10 miljarder inte något stort belopp. Men det viktiga i detta från vår sida är att vi har velat vara tydliga med att visa att om det behövs kan vi göra denna typ av transaktioner för betydligt större belopp än de som vi gör nu. Vi är också beredda att göra det om det skulle behövas.

*Kerstin af Jochnick, Riksbanken:* Jag ska göra en liten komplettering när det gäller negativ ränta och hur det påverkar hushållen och inlåningsräntorna. Effekterna av en negativ reporänta på minus 0,1 bör inte överdrivas. Bankernas inlåningsräntor har redan tidigare legat runt noll. När det gäller just den här förändringen är bedömningen inte att det kommer att innebära några stora förändringar.

Vi följer detta noga. Och vår bedömning är att det i detta läge inte är några hushåll som behöver ta någon smäll av att vi har denna svagt negativa ränta.

När det gäller ränteavdragen vill jag komplettera med att säga att det har varit en fråga som har varit uppe när IMF, OECD och EU-kommissionen har varit här och tittat på Sverige. De har pekat just på ränteavdragen och tyckt att det är lite förvånande att vi subventionerar en skuldsättning här som redan är för stor för svensk ekonomi. Det finns alltså på listan över åtgärder som ändå kanske behöver få en översyn.

*Håkan Svenneling (V):* Riksbanken vill få fart på ekonomin och få upp inflationen till 2 procent. Riksbankschefen sa under sin presentation att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen i Sverige.

Något som skulle kunna få fart på svensk ekonomi är att vi får lite höjda löner och att det skulle kunna stärka den inhemska konsumtionen och därmed leda till en ökad inflation.

Jag undrar vad riksbankschefen anser om avtalsrörelsernas koppling till inflationen och hur arbetsmarknadens parter bör förhålla sig till Riksbankens inflationsmål sett utifrån diskussionen om att vi har minskade förväntningar på fem års sikt.

*Erik Ullenhag (FP):* Jag har två frågor och funderingar. Vice riksbankschefen pekade på inflationsprognoser bakåt i tiden som har slagit fel. Jag vet att Riksbanken tittar på detta. Det finns även ett arbete i riksdagen om vad detta beror på. Men ni är inte ensamma. Alla har legat lite fel.

Har detta rättats till i tid, höll jag på att säga? Det är klart att förväntansvärdet snarare är att om vi hade fel i går har vi sannolikt fel i dag om vi inte gör andra prognoser. Lite mer tillspetsat uttryckt: Vågar vi tro på Riksbankens inflationsprognoser i dag när vi hamnade fel i går?

Med detta sagt är det klart att om det skulle vara så att vi har en avvikelse i fråga om inflationsprognoserna ett par år framåt och Riksbanken har ett behov av att göra mer, är den lite breda frågan som vi är inne på hela tiden: Hur många verktyg uppfattar Riksbanken att man har kvar för att påverka för att nå inflationsmålet, och hur mycket vill ni lägga ansvaret på andra, till exempel det politiska systemet?

*Jakob Forssmed (KD):* Tack för en bra dragning! Jag har också två frågor och kommentarer.

Kerstin af Jochnick säger att minusräntan inte ska ses som så dramatisk i förhållande till hushållens sparande, och det kanske är korrekt. Men det är klart att det ökar effekten att avkastningen på sparkonton och räntemarknaden närmar sig noll och driver investeringar och sparande till börsen, fastigheter och så vidare. Det har kommit en del synpunkter på att det driver på och blir en diskrepans i de tillgångsslagen jämfört med det underliggande värdet. Det vore intressant att höra Riksbankens syn på om detta riskerar att skapa några bubblor i dessa sektorer.

Min andra fråga handlar om åtgärderna mot hushållens bolåneskulder. Ni nämnde en lång rad åtgärder. En del av dem är alltid populära hos ekonomer, såsom fastighetsskatt. Jag tror inte att vi ska gå tillbaka till en fastighetsskatt som gjorde att människor kände oro över att behöva flytta för att grannen sålde sitt hus. Det var en dålig ordning som det är bra att vi har blivit av med.

Till skillnad från Miljöpartiet känner jag en tvekan när det gäller ränteavdragen. Jag tycker att man ska vara mycket försiktig här. SCB:s körning visar att det till största delen är barnfamiljer som skulle påverkas av detta.

Liknande problem finns med amorteringskrav, men jag tror att vi behöver en annan amorteringskultur och att vi behöver någon form av amorteringskrav.

Ett bekymmer med detta, som ni pekar på, är att det som har presenterats och diskuterats bara drabbar nya objekt. Det riskerar i sin tur att skapa inlåsnings effekter. När man flyttar till ett nytt objekt får man ett amorteringskrav som man inte hade i det gamla objektet.

Jag vill höra er syn på att i stället ha ett amorteringskrav som riktar sig till bankerna och bankernas hela bolånestock. Man kan då driva fram marknadslösningar där bankerna i stället för att ge mängdrabatt till dem som lånar mer ger bättre villkor till dem som amorterar och får ned skulden på sitt hus. I dag är det tyvärr tvärtom: ju mer man lånar, desto mer rabatt får man.

På så sätt skulle bankerna kunna jobba mer flexibelt mot sina bolånekunder samtidigt som de driver fram marknadsmässigt lägre skuldsättning.

Det skulle vara intressant att höra er syn på en sådan modell.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Vi lägger oss inte i lönerörelsen, utan det är upp till dem som håller på med de frågorna att jobba på sin kant. Men vi tycker att det är viktigt att ingångsvärdet från deras sida är en inflationstakt på 2 procent, och det arbetar vi också intensivt för att nå.

Samtidigt vet vi alla, och så var det redan när inflationsmålet infördes på 90-talet, att vi inte kan finjustera svensk ekonomi så att inflationen alltid ligger på 2 procent. Vad det handlar om är att vi i genomsnitt hamnar på 2 procent och hamnar så nära det går. Det är ett riktmärke, ett ingångsvärde för dem som sköter löneförhandlingarna. Det har fungerat bra under lång tid i svensk ekonomi, och vi ser inget skäl att ändra på det. Den modell vi har haft har tjänat Sverige väl, och därför tycker vi att det är bra att fortsätta med den.

Så till Erik Ullenhags fråga om inflationsprognoser: Vi gör så gott vi kan, och vi lägger betydande resurser på detta. Vi kommer att gå igenom detta med utskottet mer i detalj ganska snart när vi levererar vår rapport som beskriver penningpolitiken under 2014 och den uppföljning vi gör med alla möjliga olika tekniska analyser av hur detta går till.

Vi har haft goda skäl att titta närmare under motorhuven och inte bara på de stora aggregaten. Då måste man ned och prata med 900 företag, och man måste in och rota i ett stort antal varugrupper för att komma längre in under huden när det gäller detta. Vi och många andra centralbanker rotar i detta efter bästa förmåga.

Vi överraskades av att det blev som det blev. Det får vi ta lärdom av och lägga ännu mer resurser på prognoser – dock med viss ödmjukhet för att prognoser inte är enkelt.

Den andra frågan gällde vad Riksbanken och andra kan göra. Jag ska i allt väsentligt hålla mig till vad vi kan göra. Mekaniken i detta är att vi antingen sätter priset på pengar eller reglerar kvantiteten på pengar eller gör båda. I dagsläget håller vi egentligen till en del på med båda.

Vi kan sänka räntan till en ännu mer negativ nivå. Som en konsekvens av det åker givetvis räntebanan med i en eller annan form, för annars hänger det inte ihop.

Om vi köper statsobligationer innebär det att vi pressar ned statens låneränta längs med avkastningskurvan på ett eller annat sätt. Då får de som har placerat i statsobligationer pengar av oss i stället. Sedan kommer de att göra sig av med pengarna genom att köpa andra tillgångar, investera eller så. Då ökar inlåningen hos oss, det vill säga penningmängden i vid mening ökar.

På samma sätt blir det om vi lånar ut till bankerna som sedan i sin tur lånar dessa pengar vidare till företagen. Då ökar också penningmängden i ekonomin. Må vara att det kanske blir ett lite annat resultat, för fördelningen blir då något annorlunda.

På samma sätt blir det om vi gör valutainterventioner. Då köper vi utländsk valuta och betalar med svenska kronor. Då blir det också mer svenska kronor i systemet.

Låt mig ge ytterligare ett exempel. Det är inte något som vi kommer att göra, utan det är bara för att beskriva hur verktygslådan ser ut. Låt oss anta att vi när Sverige nu ska byta sedlar och mynt säger att man får fyra nya för varje gammal. Det kan vi göra rent tekniskt, och då blir det nog inflation. Men vi ska komma ihåg, vilket lätt försvinner i denna diskussion, att om vi skulle göra en sådan åtgärd ryker hela Riksbankens egna kapital och mer därtill. Då får vi ett negativt eget kapital på flera hundra miljarder, och det innebär i sin tur att Riksbanken inte kan ge någon utdelning till staten under överskådlig tid. Men inflation av det hela blir det.

Vad det egentligen handlar om när det gäller verktygslådan är att få upp inflationen under ordnade former. Det gagnar ingen om det sker under oordnade former.

Jakob Forssmeds fråga om det blir bubblor är mycket berättigad, och det kräver absolut punktbevakning under den närmaste tiden. Det är en av svårigheter som finns med detta, och det är ett nytt område för alla. I den bästa av världar blir det investeringar och inte tillgångsbubblor, men det kommer att kräva en noggrann övervakning så att vi inte trampar fel på olika sätt.

Så till frågan om hushållens lån och vad man gör och hur man kan göra på olika sätt. Vi tycker att det är ett problem och att problemet behöver hanteras. Vi har i dagsläget inte verktygen för att hantera denna fråga. Det viktiga är att man gör något, men det är ni som sitter på rattarna och spakarna och har

beslutsrätten. Därför är det bland er diskussionen ska föras om vilka spakar det ska dras i och vid vilket tillfälle.

Detta kan göras på en lång rad olika sätt. Jag tänker inte i dag ge en rekommendation och säga att det finns ett och endast ett sätt att göra det på, utan man kan välja olika sätt att gå till väga.

Däribland finns en åtgärd som jag inte har nämnt men som Jakob Forssmed tog upp, och det är att inte rikta sig till enskilda hushåll utan till bankerna. Om jag är rätt informerad är det ett sätt att gå till väga som jag tror används i Nya Zeeland.

*Kerstin af Jochnick, Riksbanken:* Erik Ullenhag frågade om vi vågar lita på prognoserna. Även om vi säger att det är prognoser och inte ett löfte är det frustrerande för en centralbank att göra så stora fel när det gäller just prognoserna för inflationen, som ju är vårt mål. Vi diskuterar detta mycket, både internt på Riksbanken och med våra centralbankskolleger ute i världen. Det är inte enbart ett svenskt problem, utan våra kolleger på andra centralbanker brottas med samma problem. De hade också räknat med att tillväxten skulle komma tillbaka efter finanskrisen ungefär som vi har sett tidigare och att vi skulle få igång efterfrågan och därmed inflationen.

Det är ett svårt problem. Vi lägger ned betydligt mer resurser på detta område nu än vad vi gjorde tidigare. Vi har gjort de särskilda undersökningarna via Konjunkturinstitutet, och vi har mer personal på dessa frågor. Vi gör ganska bra prognoser när det gäller tillväxtprognoser och arbetsmarknadsprognoser. Men när det gäller just inflationen fick vi revidera flera gånger under förra året för att prognoserna gick fel. Vi måste bli ännu bättre; det är helt klart. Det är ingen tröst att vi är i sällskap med andra som gör samma fel, men det belyser att det finns nya fenomen som är svåra att ta på.

Låt mig säga något till Jakob Forssmed om att det kan byggas upp bubblor i ekonomin på andra håll. Vi måste verkligen vara på tårna i analysen. Att ha så här låga räntor under lång tid skapar givetvis incitament i de finansiella marknaderna, och det finns risk för att nya bubblor byggs upp. Vi och andra myndigheter måste därför bidra till den goda analysen för att försöka identifiera dessa problem.

Vi har i vår stabilitetsrapport föreslagit lite högre kapitalkrav på bankerna. Eftersom vi har ett så stort banksystem tycker vi att det är rimligt att man är lite bättre kapitaliserade än vad standardreglerna medger. Vi har också pekat på andra områden. När det gäller hushållen och vad vi kallar kvar-att-leva-på-kalkylerna borde man bli lite strängare så att man verkligen ser till att hushållen har tillräckliga buffertar för att klara av när räntorna så småningom går upp.

*Ingela Nylund Watz (S):* Mycket har redan berörts, men när jag läste protokollet fastnade jag på att det fanns flera resonemang om den

dysfunktionella situationen på arbetsmarknaden, alltså matchningsproblematiken. Det är onekligen ett bekymmersamt tillstånd med tanke på att det finns branscher som efterfrågar arbetskraft men inte får tag på den. Kan ni utveckla dessa resonemang? Det vore intressant att höra hur allvarligt ni ser på den situationen i detta sammanhang.

I min andra fråga vill jag knyta an till vice riksbankschefens diskussion om den debatt som pågår. Jag skulle vilja skruva till den lite ytterligare, om ni ursäktar. Vissa ekonomer och bedömare hävdar att penningpolitiken som sådan har nått vägs ände och att det är dags för helt andra typer av åtgärder, inte minst inom det finanspolitiska området, för att få till det. Hur ser ni på denna kritik och dessa påståenden?

*Jonas Jacobsson Gjörtler (M):* Jag har tre frågor. Häromveckan kom det en ny rapport från SCB över nationalräkenskaperna som får beskrivas som tämligen positiv. BNP-tillväxten för 2014 landar på över 2 procent, och det finns också en betydande upprevidering av produktiviteten i näringslivet. Hur ser ni på konsekvenserna av detta för Riksbankens bedömning av den potentiella produktionen och produktionsgapet i svensk ekonomi?

Oljeprisutvecklingen har tidigare nämnts som en viktig förklaring till den låga inflationen i Sverige. Stefan Ingves nämnde att om man rensar bort boräntor och energipriser är inflationen 1,1 procent. Samtidigt ser vi att både löneutveckling och inflationsförväntningar fortfarande är låga. Alltså är det trots detta påtagligt svaga inflationsförväntningar. Jag vill höra lite mer om er analys av detta.

Den tredje delen gäller något som Stefan Ingves nämnde lite i förbifarten i sin genomgång. Ett skäl till den låga ränta som införts anges vara den expansiva penningpolitik som sker i vår omvärld. Ett syfte är att undvika en stärkt svensk växelkurs, vilket skulle kunna leda till ännu lägre inflation men framför allt till problem för svensk exportindustri och bromsa en konjunkturåterhämtning i Sverige.

Givet de problem som nämnts flera gånger, framför allt risken för tillgångsbubblor på bostadsmarknaden, och att vi ser en inhemsk ekonomi som visar på relativt god tillväxt finns det, som Stefan Ingves nämnde, andra verktyg som skulle kunna användas, till exempel valutaintervention. Har ni övervägt att använda denna typ av åtgärd? Hur har ni resonerat? Om inte, varför har ni landat i att inte använda det verktyget i nuläget?

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Frågan om matchningsproblem ligger utanför penningpolitiken. Vi kan inte med räntan påverka hur arbetsmarknaden fungerar internt. Vi har dock observerat när vi har resonerat och arbetat med vår prognos om arbetslösheten i aggregat och i vilken takt arbetslösheten kommer att falla – och det kan man givetvis definiera på många olika sätt – att arbetsmarknaden förefaller vara betydligt mer tudelad än tidigare. Det finns

fler och fler jobb och arbetslösheten förblir hög och stigande hos personer som på ett eller annat sätt är svåra att anställa medan den är på väg ned när det gäller något slags genomsnittsdeltagare på arbetsmarknaden.

Grafen visar de utsatta grupperna – de över 55 år, de nyligen anlända och de som på ett eller annat sätt har något bekymmer – och de icke utsatta där arbetslösheten är på väg ned.

Oberoende av räntans nivå och hur penningpolitiken ser ut för stunden spelar det roll i den meningen att det potentiellt kan påverka vad arbetslöshetens lägsta nivå kan tänkas vara eller bli.

Det syns inte på grafen, för då ska man ta en betydligt längre tidsperiod. Det kommer att styra runt vilken genomsnittlig arbetslöshetsnivå som arbetslösheten svänger i Sverige. Det betyder att det på annat håll är en nog så viktig sak och viktig fråga att sysselsätta sig med, och den kommer vi säkert att leva med i detta land under överskådlig tid.

Jag tror inte att penningpolitiken är vid vägs ände. Jag räknade upp ytterligare ett antal möjligheter att på det ena eller andra sättet skapa pengar. Sedan ligger det mer på det finanspolitiska området att resonera kring vad man vill eller inte vill göra där. Men den frågan ligger utanför det vi sysslar med.

Den fråga som finns för landet i sin helhet rör den allmänna efterfrågans sammansättning. Det vi gör ska på ett eller annat sätt passera den finansiella sektorns balansräkningar för att hushåll eller företag ska låna mer. Om man gör något annat på annat håll får man en lite annan sammansättning av den aggregerade efterfrågan i ekonomin. Det kan spela viss roll, men det är överväganden som inte vi utan andra ska stå för.

Vi gläder oss givetvis också över en god tillväxt under det fjärde kvartalet. Men eftersom det är en enskild siffra har det inte ändrat våra prognoser. Siffran låg i och för sig över den prognos vi hade gjort, men vi får vänta och se.

Samtidigt bedömer vi att de resurser som finns tillgängliga i svensk ekonomi kommer att användas under den prognosperiod som vi nu gör. Det är därför vi har en tillväxtprognos på 2–2 ½ upp mot 3 procent nästa år, för då kan man förvänta sig att resursförbrukningen är sådan att resurserna används. Det är inte riktigt möjligt att se framför sig så höga tillväxttal utan att resursgapet sluts.

Frågan om inflationsförväntningar är viktig. På kort sikt tenderar de att följa inflationen, men vi har tyckt och tycker att det har varit oroande att de långsiktiga inflationsförväntningarna har krupit nedåt. Det har också spelat roll i den penningpolitiska diskussionen i så måtto att man kan hävda att om oljepriset ändras kraftigt uppåt eller nedåt och sedan stannar på den nya nivån, i detta fall på en lägre nivå, borde det inte spela någon roll för penningpolitiken. Denna gång har vi dock låtit det spela roll av just det skälet att inflationsförväntningarna är låga och har varit på väg ned under en längre tid. Vi har beaktat detta när vi har resonerat om hur vi ska tänka i frågan om oljepriset.



Med helt och hållet förankrade inflationsförväntningar, säg på prick 2 procent, är det möjligt att det hade varit annorlunda. Jag kan inte bedöma hur det hade sett ut då. Men inflationsförväntningarna har spelat roll i dagsläget, oaktat att de enligt läroboken kanske inte riktigt borde göra det.

Vad gäller växelkursen vore det i dagsläget ovälkommet med en starkare krona givet den inflationsutveckling och inflationsprognos som vi gör. Ingenting är uteslutet under rådande omständigheter, men att intervensera är inte vårt förstahandsval, vilket tydligt framgår i protokollet. Låt mig samtidigt betona att inget är uteslutet, för det går inte att veta vad som händer givet att det sker så stora saker i vår omvärld och givet att det är mycket stora belopp som Europeiska centralbanken kommer att sätta i rörelse under de närmaste åren.

Vi har reagerat till en del på det genom att säga att vi är villiga att köpa statsobligationer till betydande belopp för att hjälpa till att få upp inflationstakten i Sverige. Men skulle det inte hjälpa står som sagt en ganska stor verktygslåda till vårt förfogande.

*Dennis Dioukarev (SD):* Om politiken hade tagit ett större ansvar för skuldsättningen i ett tidigare skede genom exempelvis slopande av ränteavdrag, amorteringskrav eller andra åtgärder, hade man då kunnat sänka räntan mer aggressivt och möjligen undvikit ett läge med negativ ränta?

*Håkan Svenneling (V):* Som vi var inne på tidigare har Riksbanken under en tid fokuserat på hushållens ökande skuldsättning, men nu känns det som att ni har svängt och åter fokuserar på inflationsmålet. Det man kan fundera på är hur Riksbankens förda linje har slagit mot Sverige och om den har varit gynnsam för Sverige. Vilka effekter har Riksbankens fokus på hushållens ökande skuldsättning fått för inflationen och arbetslösheten i Sverige?

*Jörgen Andersson (M):* Så här mot slutet av denna övning tillåter jag mig att bli något mer filosofisk. Jag vet att jag tidigare har ställt frågan till riksbankschefen hur hans vapenarsenal ser ut och hur eldkraften i den arsenalen är. Riksbankschefen har då tydligt signalerat att bazookan är stor och ammunitionen skarp och torr.

Jag har tidigare också ställt frågan hur Riksbanken ser på sin roll i globaliseringens tidevarv, och av dagens presentation tyckte jag mig kunna uttröna signaler om att man mycket är i händerna på vad som sker globalt. Jag kunde också uttröna en viss frustration över att modellerna för prognoserna kanske inte alltid är anpassade efter globala fenomen.

Jag vill gärna höra lite resonemang om hur Riksbanken ser på sin roll i en global kontext. Vilket handlingsutrymme tycker sig Riksbanken ha utifrån vad som händer runt omkring oss?

Om man tar i från tårna för att göra interventioner för att få upp inflationen, vilka konsekvenser kan det få i förlängningen när man påverkas så mycket av det som sker globalt?

Jag vill också höra lite om hur Riksbanken tänker när de stora program som har inlets från olika delar av världen, såsom Amerika, EU och Japan, rullas tillbaka. Vilka konsekvenser kan det få för världsekonomin och Sverige?

*Ordföranden:* Apropå det sista och diskussionen om valutakursen kan jag tillägga att det inte verkar vara så att någon tycker att den egna valutan borde bli förskräckligt mycket starkare än alla andra, utan alla är inne på ungefär samma spår. Det kunde vara intressant att höra en reflexion över just den problematiken.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Det är svårt att svara på Dennis Dioukarevs fråga om världen hade varit annorlunda om vi hade gjort något annat. Det hade den sannolikt varit, men det är svårt att veta eftersom vi inte vet hur en massa andra saker hade sett ut. Låt mig därför svara i lite allmänna ordalag på den frågan.

Jag har i andra sammanhang använt begreppet skulddominans och att det är något man bör undvika. Det spelar inte så stor roll om det är hushållens skulder, företagens skulder eller statens skuldsättning. I samtliga tre fall är ekonomin mycket mer sårbar om man har för stora skulder. Då har man svårare att göra saker och ting och färre frihetsgrader än vad man annars har. Därför bör man, så gott det går, undvika skulddominans i någon form. Man har alltid lättare att hantera olika typer av ekonomisk politik om man inte har lånat för mycket tidigare – därav inte minst den långa kampen i Sverige med att få ned statsskulden.

När det gäller vårt fokus, vad vi har pratat om på senare år och vad det kan tänkas ha betytt vill jag betona att det är som Kerstin af Jochnick sa tidigare att räntesättningen och hushållens skulder är en fråga som har varit mycket på marginalen. Inflationsmålet har hela tiden dominerat, men detta samtal har tagit en del av vår tid.

Vi har möjligen haft något högre ränta än vad vi annars skulle ha haft. Jag tror inte att det är någon avgörande fråga när det gäller arbetslösheten, för vi har samtidigt haft en period med väldigt låg ränta i Sverige. Inte minst gäller det den ränta företag och hushåll lånar till. Där har vi legat i paritet med alla andra under den tidsperiod vi talar om eftersom vi inte har haft problem i den finansiella sektorn.

Det handlar om tidsperspektiv. Om tidsperspektivet är väldigt kort är det lätt att föreställa sig att man kunde ha gjort mer av både det ena och andra slaget, penningpolitik eller något annat. Men låt oss komma ihåg att om skulderna blir alldeles för stora kan vi få betala väldigt mycket för det längre fram eftersom vi av erfarenhet vet att om vi har lånat för mycket och trampar snett tar det många år innan vi gräver oss ur den gropen, med de stora bekymmer

som finns då. Det är mer en fråga om avväganden och vilka risker man vill ta längs med en tidsaxel.

Så till frågan om handlingsutrymme. När export och import är 50 procent av BNP och vår välfärd och vårt välstånd i hög utsträckning styrs av vår förmåga att sälja saker till andra i andra delar av världen kan vi om det sker stora saker på annat håll till en del kompensera för detta genom att hålla efterfrågan uppe hemmavid.

Penningpolitiken bidrar ganska kraftigt till det genom att expandera kreditutbudet, men det är svårt för oss att med hjälp av penningpolitik kompensera för det som sker i vår omvärld till hundra procent. Det klarar vi inte av, för då ska man ju flytta resurser mellan exportsektorn och inhemsk produktion. Det tar tid och är svårt att göra, och samtidigt pågår det en strukturomvandling som alltid är svårbedömd.

Vi kan alltså underlätta genom att använda penningpolitiken, men det är svårt för oss att med hjälp av penningpolitiken kompensera för detta till hundra procent. Där är vi i stället i ganska stor utsträckning beroende av vad som sker i vår omvärld, och vi är även beroende av att vi hanterar strukturomvandlingen i den svenska ekonomin på ett sådant sätt att svensk ekonomi förblir konkurrenskraftig. Då pratar vi i grunden egentligen om frågor som ligger långt utanför den traditionella penningpolitiken.

När det gäller Fredrik Olovssons fråga vad som händer om alla försöker sänka värdet på den egna valutan samtidigt är svaret att det inte går att göra det gentemot månen, för månen är inte intresserad. Det är alltså inte möjligt att göra det. Därför är det inte heller ett sätt att gå till väga som egentligen är särskilt eftersträvänsvärt. Vad olika centralbanker kan göra, och också har gjort, är dock att bedriva en expansiv penningpolitik mer eller mindre samtidigt i världsekonomin. Det håller efterfrågan uppe på ett sådant sätt att det på lite sikt faktiskt bör gagna alla. Det är också någorlunda det som har skett.

Sedan är det naturligtvis så att om en mycket stor centralbank – en mycket stor ekonomi – ägnar sig åt detta påverkas alla andra också av det mer eller mindre, framför allt på kort sikt. Men om de stora ekonomierna får fart på sin efterfrågan genom att allmänt sett bedriva en expansiv penningpolitik gynnar det även Sverige.

*Kerstin af Jochnick, Riksbanken:* När det gäller skuldsättning kan jag kort säga att det finns mycket forskning på området. Det visar sig när lågkonjunkturen kommer att nästan alla länder som har haft en hög skuldsättning i antingen hushållssektorn, företagssektorn eller den offentliga sektorn hamnar i att den höga skuldsättningen förstärker lågkonjunkturen och gör att man hamnar i ett ännu sämre läge.

Det finns alltså all anledning för oss att inte bara titta bakåt utan även se framåt och jobba med de här skulderna, som ändå är identifierade som ett potentiellt problem, och försöka undvika att vi får problem längre fram med

både penningpolitiken och tillväxten. Jag tycker att det är en viktig del i det hela. Jag vill dock inte förlänga diskussionen, för det här ska ju handla om penningpolitik.

*Jörgen Andersson (M):* Jag kände att jag skulle ha velat höra någonting mer om hur ni ser på när man i centralbankerna runt omkring rullar tillbaka de stora programmen och ska minska sina balansräkningar igen.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Ursäkta, jag missade den frågan. Det handlar i stor utsträckning om den allmänna ekonomiska utvecklingen i de här ekonomierna, alltså om den ekonomiska utvecklingen är god och det inte finns några tekniska bekymmer med att lösa upp det här. Då börjar nämligen centralbankernas balansräkningar krympa igen över tid. Ett antagande – men det är ingenting annat än ett antagande – är att det tar ganska lång tid innan man gör detta, och det har mycket att göra med den ekonomiska utvecklingen.

Låt mig dock nämna ett skäl att tro att det kommer att vara på det sättet. Jag kan ta våra egna köp av statsobligationer som ett exempel. Säg att vi köper våra 10 miljarder, och sedan säger vi två veckor senare att vi säljer tillbaka alla 10 miljarder. Det innebär att penningmängden först ökar med 10 miljarder, och sedan krymper den med 10 miljarder två veckor senare. Då blir nettoeffekten försumbar i systemet i sin helhet, eftersom alla vet att man väldigt snabbt kommer att vända på det som görs.

Hela övningen går ut på att övertyga alla om att det är det omvända som gäller, det vill säga att man varaktigt skapar ett läge där mängden pengar i systemet kommer att vara betydligt större än vad mängden pengar har varit tidigare. Då kommer nämligen allmänheten att säga ”Oj, nu blev vi med hemskt mycket mer pengar än vi trodde – dem ska vi göra oss av med”, och då stiger priserna. Om allmänheten känner ”Nej, det här har vi bara temporärt” händer dock inte så mycket. Det är det som är liksom drivkraften i detta.

Sedan går det inte att i dagsläget uttala sig om hur lång tid det tar, alltså om vi pratar om ett decennium eller ännu längre, men i teknisk mening när det gäller centralbankernas balansräkningar är inte det här en stor och avgörande fråga.

*Ordföranden:* Det finns nu möjlighet för Stefan Ingves att avsluta om han vill.

*Stefan Ingves, Riksbanken:* Låt mig säga att vi ser framför oss en allmänt sett ganska god konjunkturutveckling i den svenska ekonomin. Det blir normal tillväxt i år och ännu bättre tillväxt nästa år. Samtidigt är det ett väldigt ovanligt läge där tillväxten är god och arbetslösheten fallande men där inflationen är låg – för låg. Det betyder att vi i dagsläget har en ränta som är svagt negativ. Det är en kombination, ett tillstånd, i svensk ekonomi vi aldrig har varit med om tidigare.

Eftersom inflationen är låg är det dock angeläget för oss att hålla räntan låg. Räcker inte det är vi villiga att göra mer, det vill säga vi kan expandera vår balansräkning på ett sådant sätt att vi gör vad vi kan för att få inflationstakten tillbaka till vårt inflationsmål på 2 procent.

*Ordföranden:* Vi tackar därmed Stefan Ingves och Kerstin af Jochnick. Sammanträdet är avslutat.

BILAGA 6

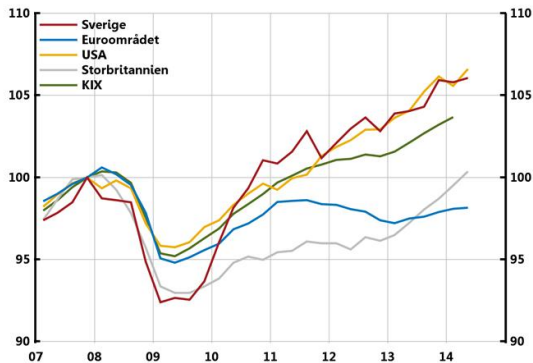
# Bilder från utfrågning den 19 augusti 2014



Riksbankschef Stefan Ingves  
19 augusti 2014

## Sverige har återhämtat sig relativt väl

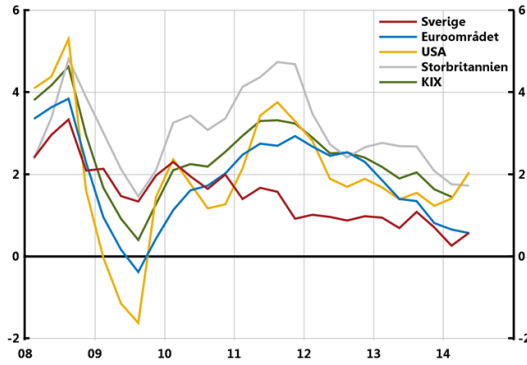
BNP, index, 2007 kvartal 4 = 100



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

## Låg inflation i både Sverige och omvärlden

Inflation, årlig procentuell förändring

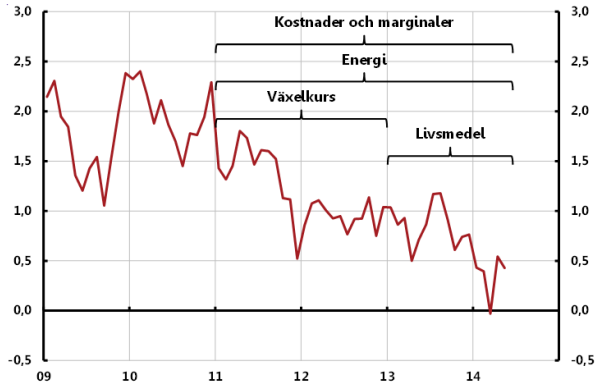


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Inflation avser HIKP för euroområdet, KPIF för Sverige och KPI för övriga länder.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics, SCB och Riksbanken

## Flera förklaringar till den låga inflationen

KPIF, årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken



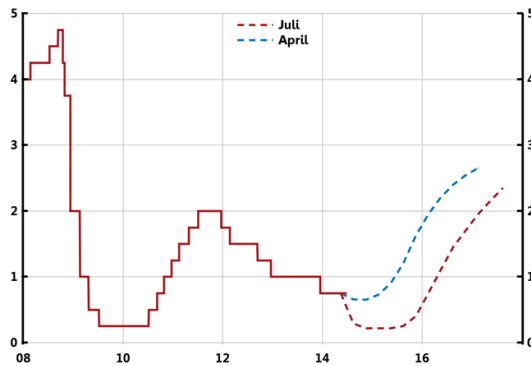
## Svag efterfrågan har lett till låga marginaler för svenska företag

Enkätundersökning till 1500 företag:

- Normala kostnadsökningar – låga prisökningar
- Pressade marginaler
- Svag efterfrågan och ökad svensk konkurrens

## Mycket låg ränta för att inflationen ska stiga mot målet

Reporänta, procent



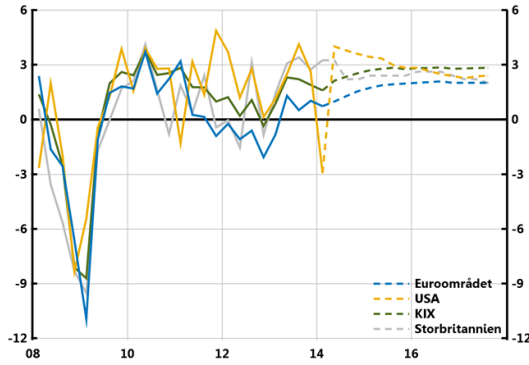
Anm. Uffall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken



## Fortsatt återhämtning i omvärlden

BNP, kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data

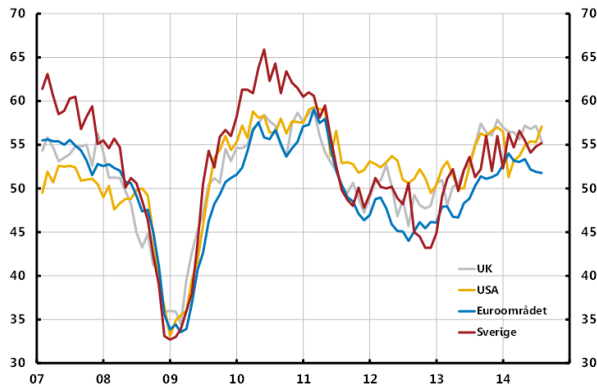


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

## Geopolitisk oro sätter vissa spår i förtroendeindikatorer

Inköpschefsindex, tillverkningsindustrin, säsongrensade data

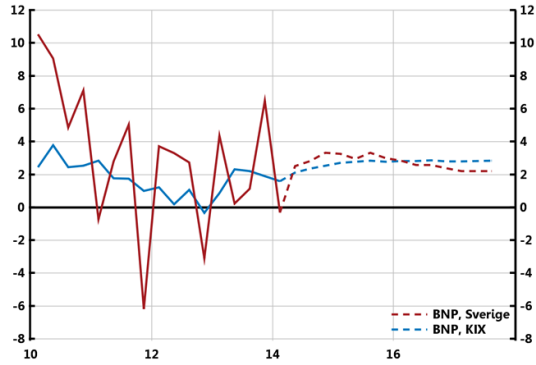


Anm. Värdet över 50 indikerar tillväxt.



## Konjunkturen i Sverige förbättras

BNP, kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



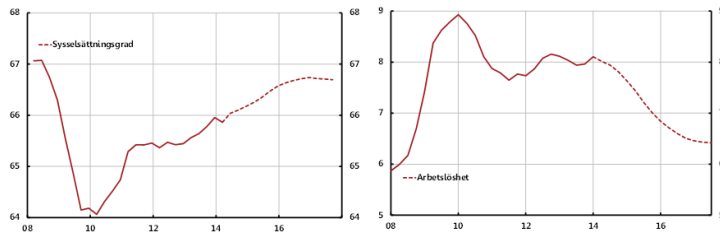
Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: SCB, nationella källor och Riksbankens



## Starkare arbetsmarknad framöver

Sysselsättningsgrad respektive arbetslöshet

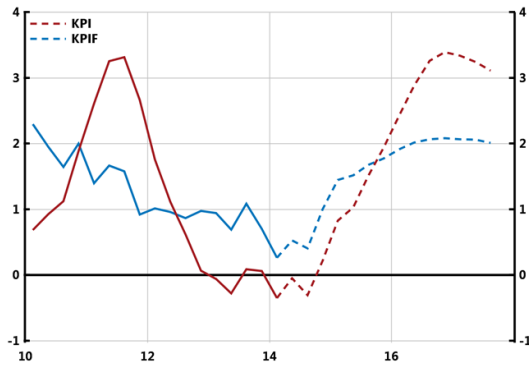


Anm. Procent av befolkningen resp. arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken

## Inflationen stiger mot 2 procent

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

## Hög och växande skuldsättning skapar risker



- Lägre ränta bidrar till högre inflation
- Men också till att öka redan stora risker i ekonomin
- Riktade åtgärder ännu mer angeläget



## Viktiga frågor framöver

- Olika centralbanker väntas höja räntan i olika takt
  - Behov av fler åtgärder för att bromsa hushållens skuldsättning – penningpolitiken kan behöva anpassas
  - Viktigt att inflationen stiger mot målet – om lägre inflationsutsikter kan penningpolitiken behöva bli ännu mer expansiv
- 



**Mycket låg ränta för att  
inflationen ska stiga mot 2 procent**

---



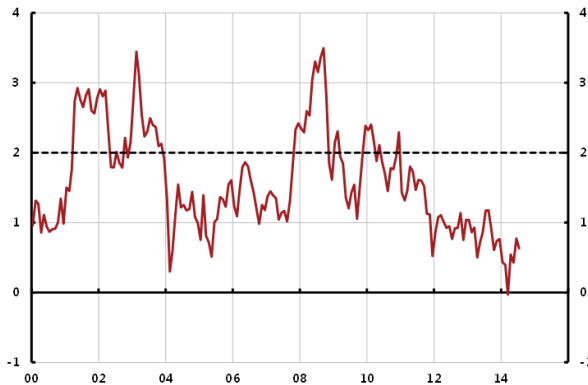
## Motiven till den mer expansiva penningpolitiken

Riksdagens finansutskott

Vice riksbankschef Martin Flodén  
19 augusti 2014

## Inflationen har varit låg i tre år

KPIF, årlig procentuell förändring



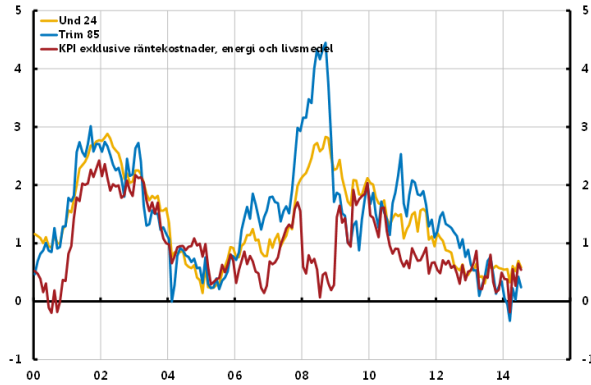
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Streckad linje avser inflationsmålet.

Källor: SCB och Riksbanken



## Underliggande inflation är låg

Årtlig procentuell förändring



Anm. Und 24 och Trim 85 är statistiska mått beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. Und 24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen.

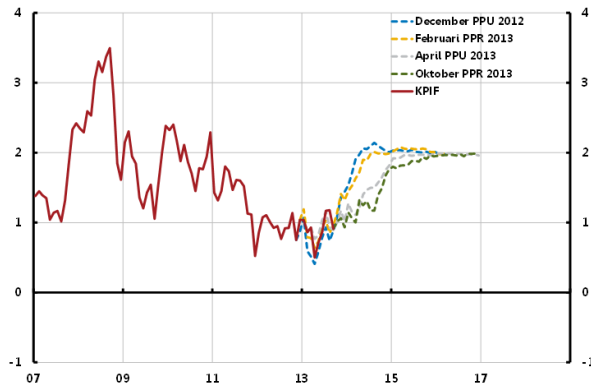
Källor: SCB och Riksbanken

Trim 85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna exkluderats.



## Inflationsprognosen har reviderats ner

KPIF, årtlig procentuell förändring



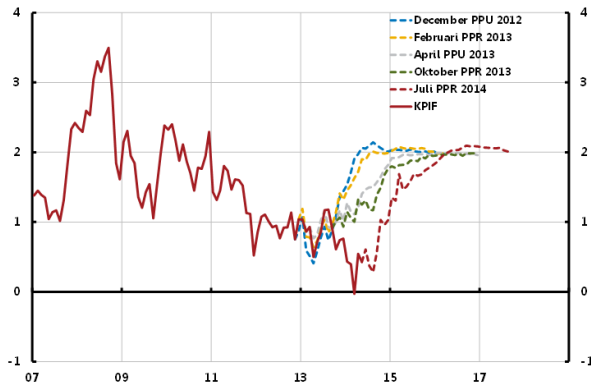
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken



## Inflationsprognosen har reviderats ner

KPIF, årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken



## Är låg inflation ett problem?

- Inflationmålet är ett nominellt ankare
  - Underlättar t ex lönebildning och långsiktig planering
  - Viktigt att bevara förtroende och förväntningar
- Överraskande låg inflation
  - medför för höga reallöner
  - omfördelar från skuldsatta till långivare
- ...



## Fungerar expansiv penningpolitik?

- Vår låga inflation beror i hög utsträckning på "omvärldsfaktorer" – låg utländsk efterfrågan och stark växelkurs
  - Penningpolitiken kan motverka sådana faktorer
  - Räntesänkningen
    - stärker inhemsk efterfrågan
    - motverkar att växelkursen blir starkare
    - visar att inflationsmålet är i fokus för penningpolitiken
- 



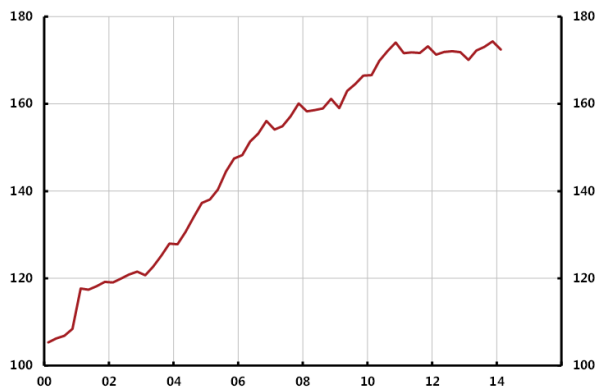
## Ökar riskerna med hushållens skulder?

- Det låga ränteläget kan ge upphov till risker
  - Men oundvikligt med ett lågt ränteläge nu
  - Högre reporänta skulle knappast minska riskerna
    - Växelkursen skulle bli starkare, inflationen lägre och konjunkturen svagare
    - Räntan måste då hållas låg längre tid
    - Låg inflation och svag konjunktur kan förvärra skuldproblem
  - Stigande skulder måste motverkas med andra medel
-



## Hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst



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

Källa: SCB



## Slutsats

- Låg ränta för att inflationen ska stiga mot målet tillräckligt snabbt
- Risker med hushållens skuldsättning kvarstår – dessa risker måste hanteras av andra politikområden

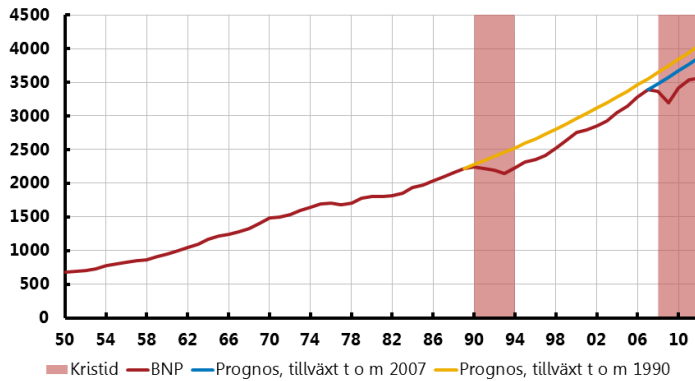


## Extrabilder

Riksbankschef  
Stefan Ingves

### Finansiella kriser kostar samhället enorma belopp

BNP i Sverige 1950-2013, miljarder SEK



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

BILAGA 7

## Bilder från utfrågning den 18 november 2014



## Inledning om penningpolitiken

Riksdagens finansutskott  
18 november 2014

Riksbankschef Stefan Ingves

### Dagens presentation



#### ■ Var kommer vi ifrån?

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

#### ■ Vart är vi på väg?

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

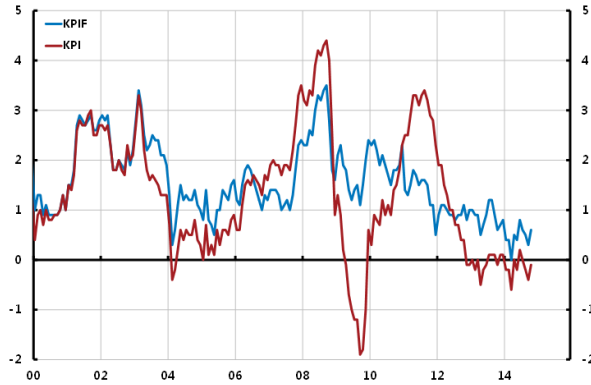
#### ■ Viktiga frågor

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



## Inflationen är låg

Årlig procentuell förändring

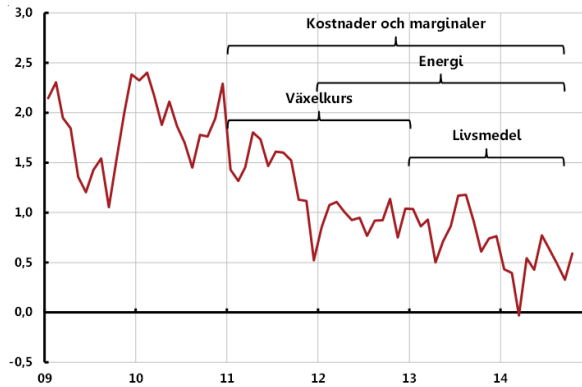


KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB



## Flera förklaringar till låg inflation

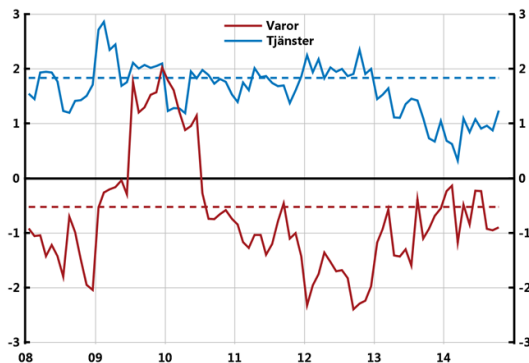


KPIF, årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

## Varupriserna faller och tjänstepriserna ökar svagt

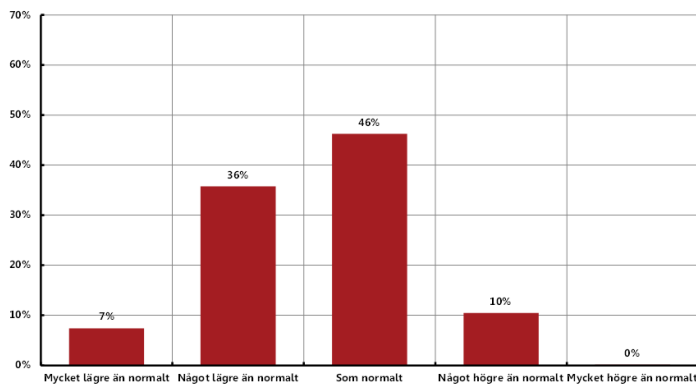
Årlig procentuell förändring



Streckade linjer avser medel sedan år 2000.

Källa: SCB

## Svag och osäker efterfrågan och ökande konkurrens har gett låga prispåslag



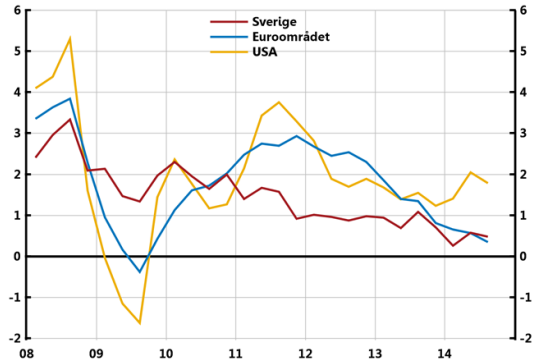
Riksbankens enkät om företagens prissättning: Svar på frågan hur företagens prisökningar har varit de senaste 12 månaderna.

Källa: Riksbanken



## Låg inflation även i omvärlden

### Årlig procentuell förändring

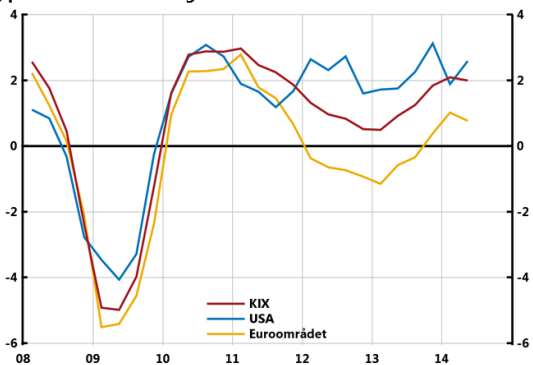


För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA KPI. För Sverige visas KPIF. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Bureau of labour statistics, Eurostat och SCB

## Tillväxten är fortsatt svag i euroområdet

### BNP, årlig procentuell förändring

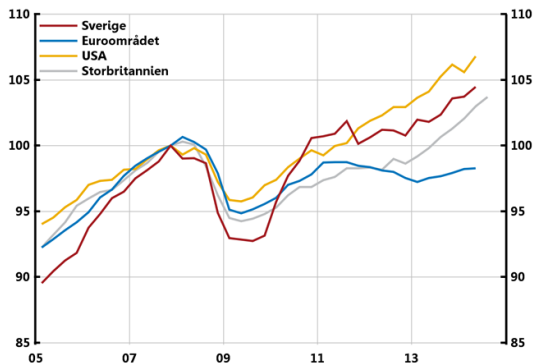


Källor: Bureau of economic analysis, Eurostat och Riksbanken



## Svensk ekonomi har utvecklats relativt väl

BNP i olika regioner och länder

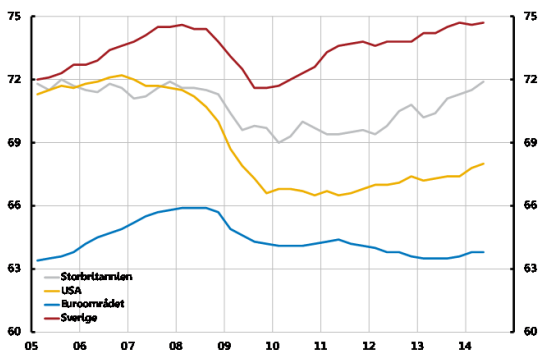


Index, 2007 kvartal 4 = 100

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

## Relativt hög sysselsättningsgrad

Procent av befolkningen, 15-64 år



Källor: Eurostat och OECD



## Dagens presentation

### ■ Var kommer vi ifrån?

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

### ■ Vart är vi på väg?

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

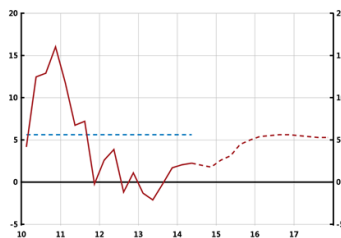
### ■ Viktiga frågor

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

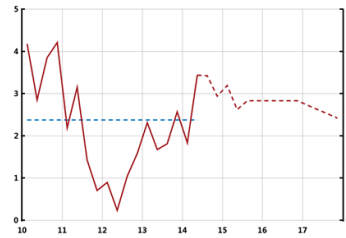


## Svag export men starka hushåll i Sverige

Export, årlig procentuell förändring



Konsumtion, årlig procentuell förändring



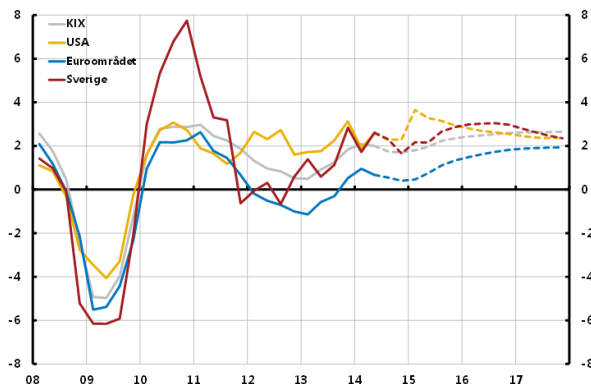
Säsong- och kalenderjusterad data. Streckad blå linje avser genomsnitt för perioden 1994 kv1–2014 kv2.

Källor: SCB och Riksbanken



## Svensk ekonomi fortsätter att utvecklas relativt väl

BNP, årlig procentuell förändring



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

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

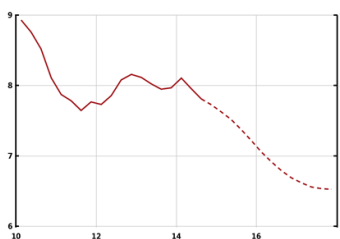
## Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras



Sysselsättningsgrad



Arbetslöshet



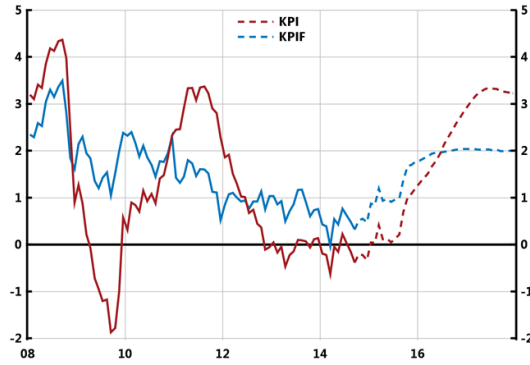
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år.

Källor: SCB och Riksbanken



## Låg men stigande inflation

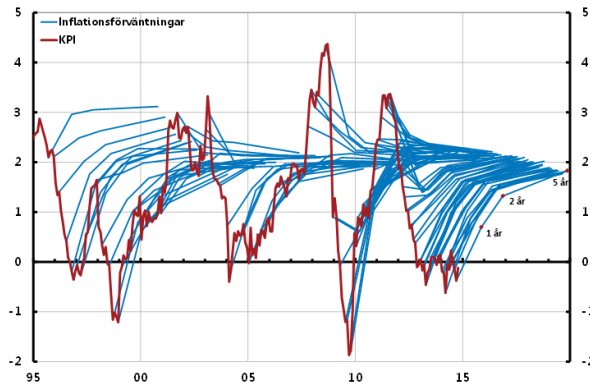
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken



## Viktigt med väl förankrade inflationsförväntningar

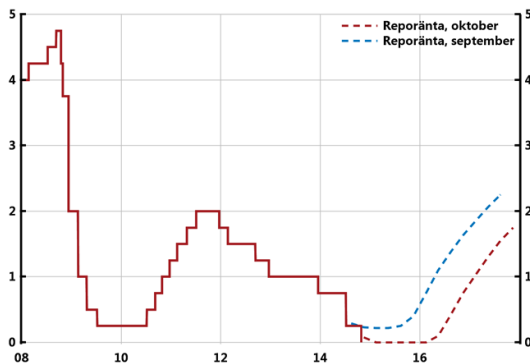


Årlig procentuell förändring. Inflationsförväntningar enligt penningmarknadens aktörer.

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera



## Låg ränta tills inflationen tydligt tagit fart



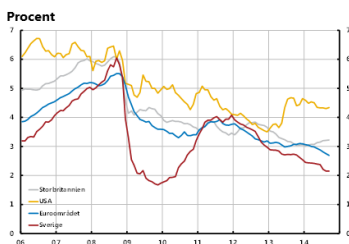
Reporänta, procent. Prognos avser kvartalsmedelvärden, utfall avser dagsdata.

Källa: Riksbanken

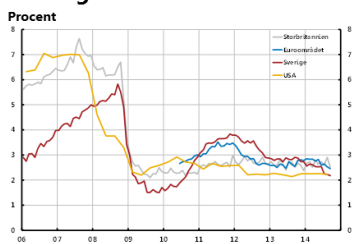


## Räntor till svenska hushåll och företag är relativt låga

### Hushåll



### Företag



Räntor till hushåll avser MFIs räntor på nya lån med bostad som säkerhet. Räntor till företag avser MFIs räntor på nya lån till icke-finansiella företag.

Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve och SCB



## Dagens presentation

### ■ Var kommer vi ifrån?

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

### ■ Vart är vi på väg?

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

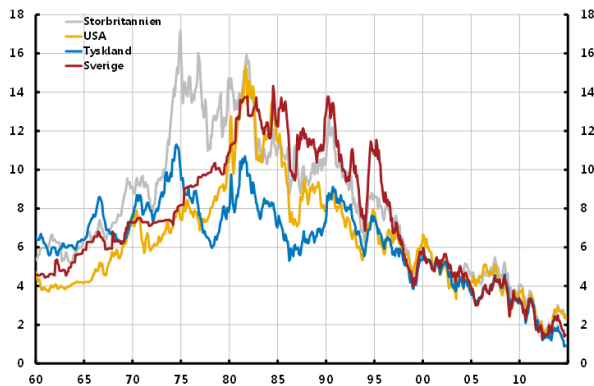
### ■ Viktiga frågor

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



## Globala räntor har sjunkit länge

### Långa nominella räntor

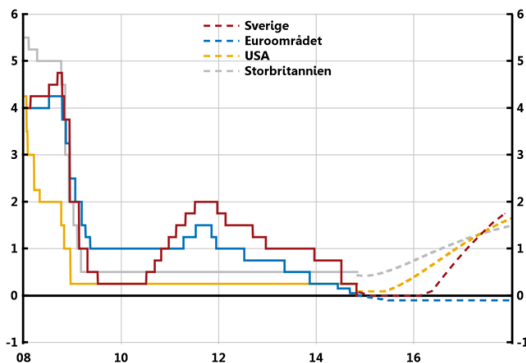


Räntorna avser statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Macrobond

## En värld i otakt – hur påverkar det Sverige?

Reporäntebanan och marknadsförväntningar på omvärldens styrrentor  
Procent



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

## Hushållens skulder fortsätter att växa

Procent av disponibel inkomst

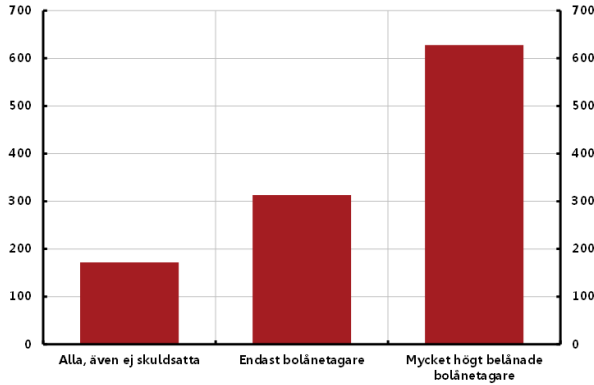


Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

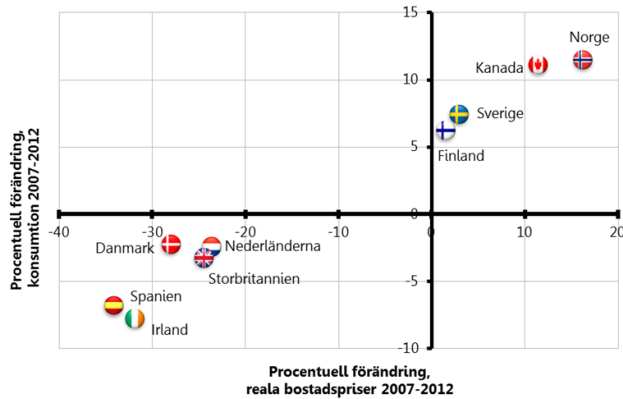
## Stora skillnader i skuldsättning mellan grupper av hushåll

Procent av disponibel inkomst



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

## I länder där huspriserna föll under krisen minskade även konsumtionen



Källor: Reuters EcoWin, Bank of Canada och Riksbanken

## Riskerna med hushållens skuldsättning måste hanteras



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



## Svensk konjunktur förbättras men inflationen är för låg

### Nollränta tills inflationen tydligt stiger

---

## Bilder, Per Jansson



Vice riksbankschef Per Jansson

### Det jag tänkte prata om

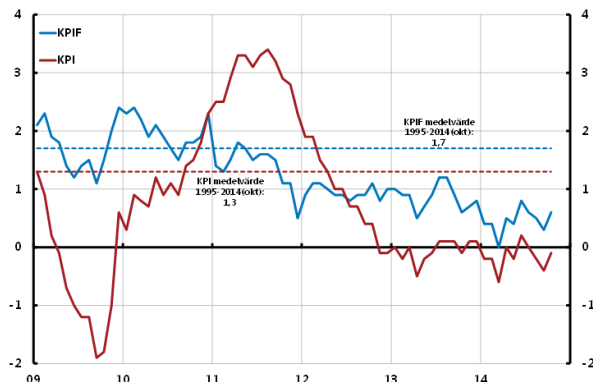


- Inflationen låg – men penningpolitiken har reagerat kraftfullt
- Min syn på penningpolitiken framöver





## Låg inflation under flera år

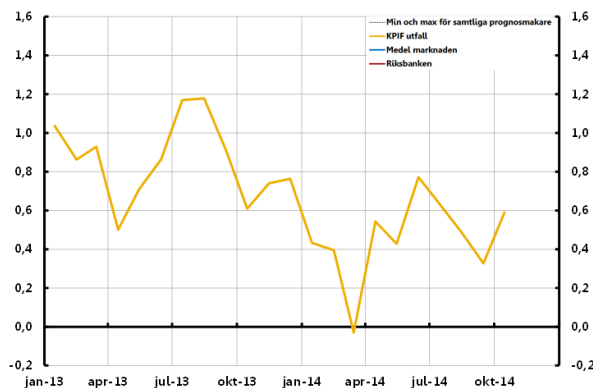


Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Streckade linjer avser realtidsmedelvärderna sedan 1995.

Källor: SCB och Riksbanken

## Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

Kortsiktsprognoser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring

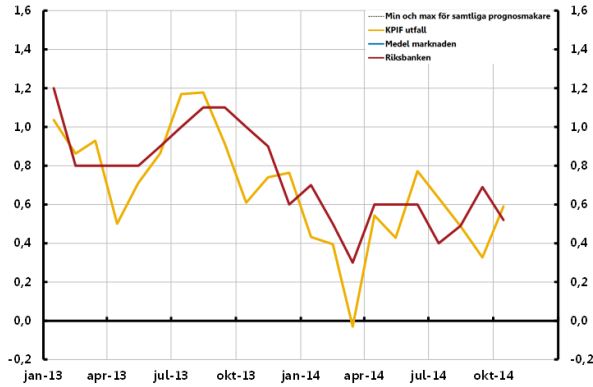


Riksbankens prognoser enligt senaste publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser minimum och maximum intervallen för samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

## Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

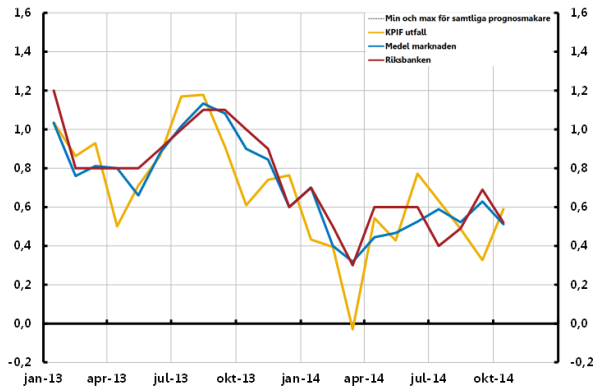
### Kortsiktsprognoiser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring



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

## Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

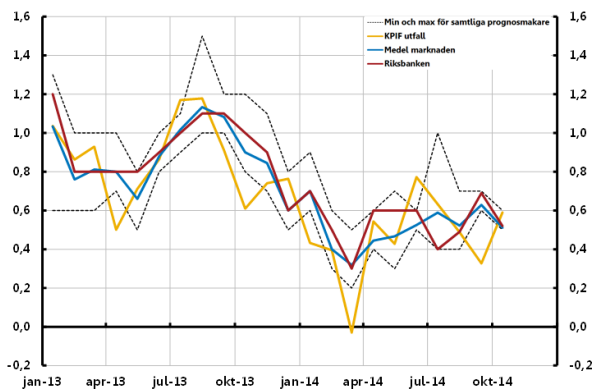
### Kortsiktsprognoiser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring



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

## Situationen förvärrades under senare delen av 2013 och början av 2014

Kortsiktsprognoser för KPIF-inflationen, årlig procentuell förändring

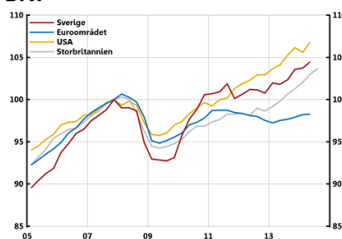


Riksbankens prognoser enligt senaste publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser minimum och maximum intervallen för samtliga prognosmakare.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

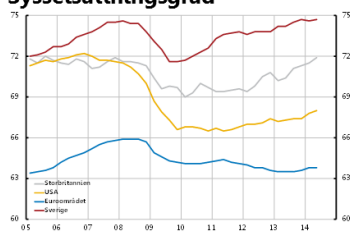
## Den låga inflationen har inte hindrat realekonomin från att utvecklas väl



### BNP



### Sysselsättningsgrad



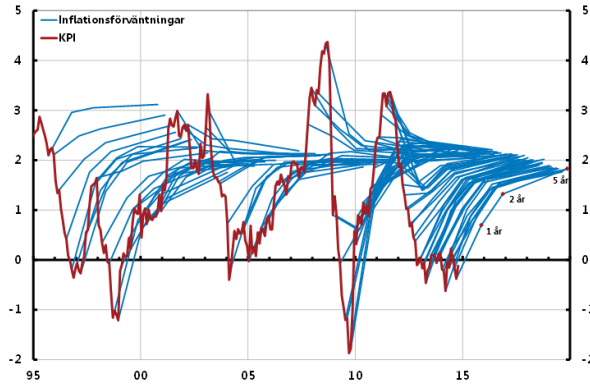
BNP Index, 2007 kvartal 4 = 100.  
Sysselsättningsgrad, procent av befolkningen, 15-64 år.

Källor: Eurostat och OECD



## Det nominella ankaret får inte släppa

### Årlig procentuell förändring

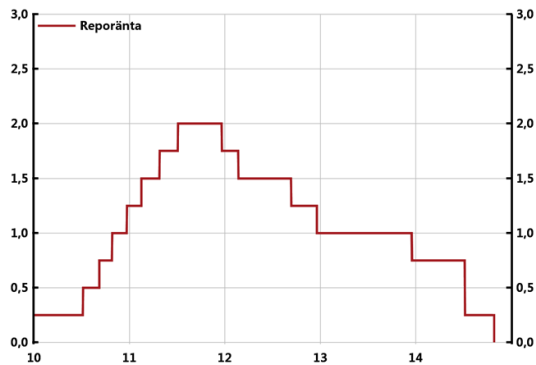


Inflationsförväntningar enligt penningmarknadens aktörer.

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera



## Penningpolitiken har reagerat kraftfullt



Reporänta, procent. Avser dagsdata.

Källa: Riksbanken



## Min syn på penningpolitiken

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

BILAGA 8

# Bilder från utfrågning den 5 mars 2015



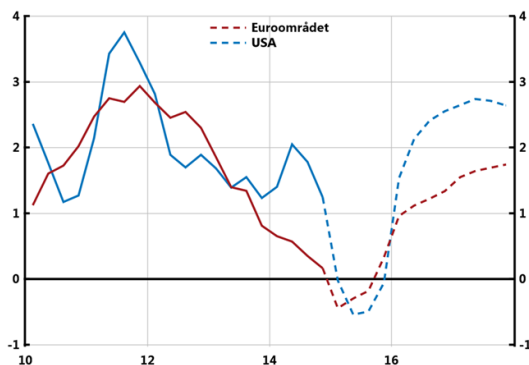
Riksbankschef Stefan Ingves

## Sverige - en liten öppen ekonomi





## Oljepriset drar ned inflationen i omvärlden

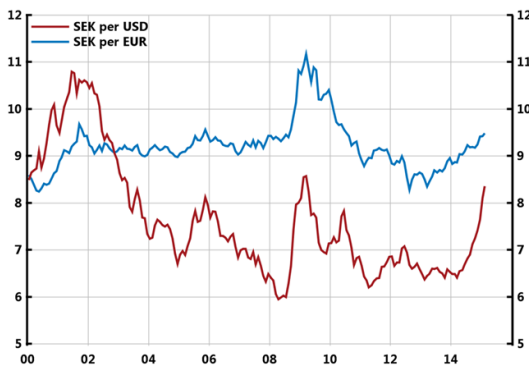


Inflation, årlig procentuell förändring.  
Euroområdet avser HIKP och USA avser KPI.

Källor: Bureau of Labour Statistics och Eurostat



## Centralbanker i otakt skapar osäkerhet på valutamarknaden

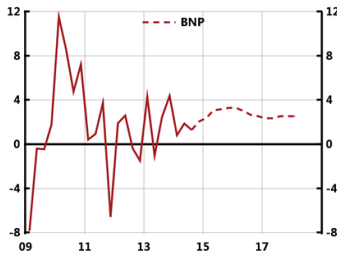


Anm. Månadsdata

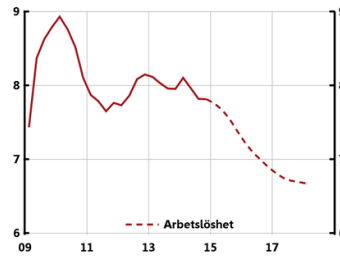


## Relativt god utveckling i svensk ekonomi

### Normal BNP-tillväxt



### Arbetsmarknaden stärks

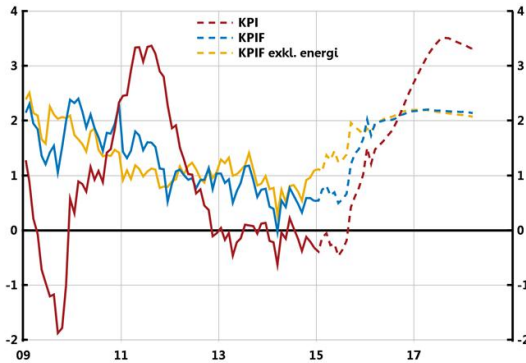


Anm. Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data.  
 Procent av arbetskraften 15-74 år, säsongrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken



## Inflationen stiger från låg nivå



Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

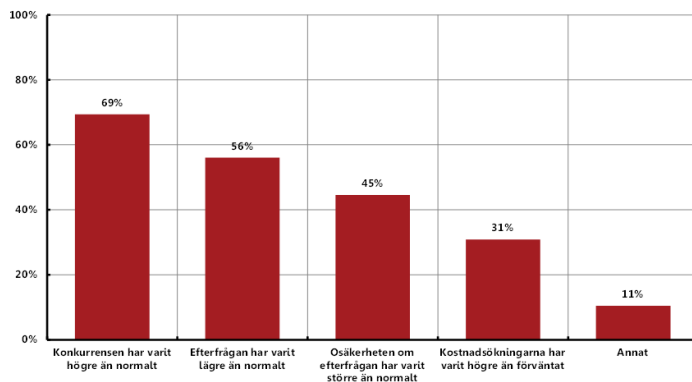
Källor: SCB och Riksbanken





## Varför är inflationen låg idag?

Svag efterfrågan och ökande konkurrens har gett låga prispåslag

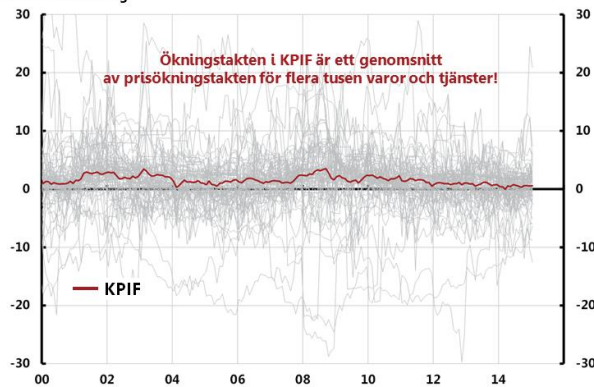


Källa: Riksbanken



## Inflation är "en allmän stegring av prisnivån"

Årtlig procentuell förändring

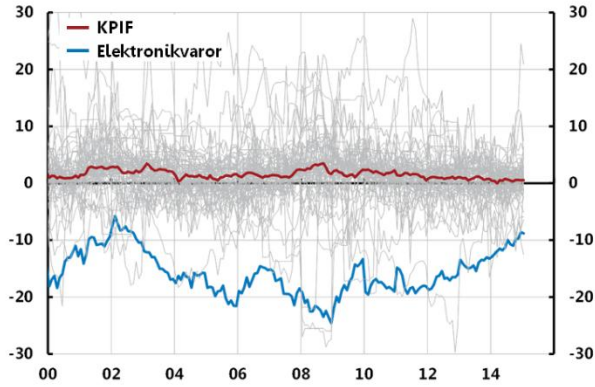


Källor: SCB och Riksbanken



## Priserna på elektronikvaror har länge fallit

Årlig procentuell förändring

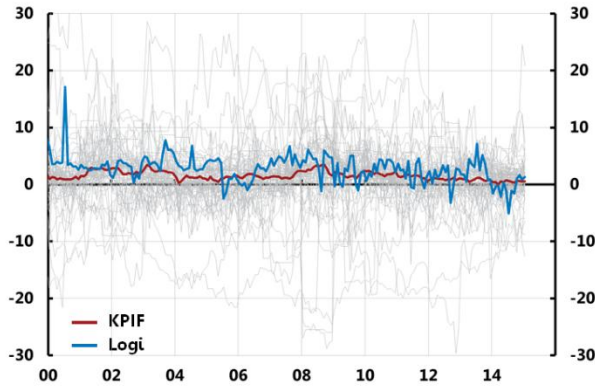


Källor: SCB och Riksbanken



## Logipriserna har tidvis ökat snabbt

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken



## Tecken på att inflationen har bottnat

### Livsmedelspriser



Tydligt uppsving i prisökningstakten för:  
Frukt, grönsaker, kaffe, kakao

### Tjänstepriser



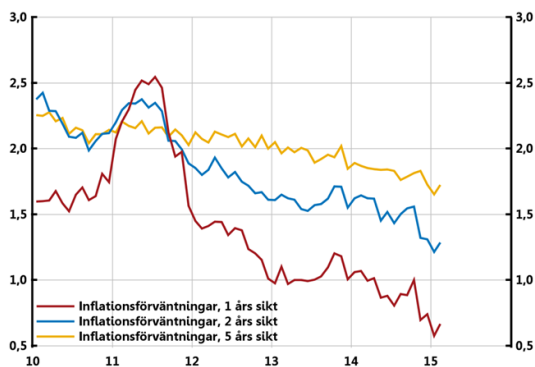
Tydligt uppsving i prisökningstakten för:  
Resor, logi och biluthyrning

Årtig procentuell förändring. Streckade linjer anger medel 2000:01-2014:12.

Källa: SCB



## Viktigt med förankrade förväntningar



Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer, procent.

Källa: TNS Sifo Prospera

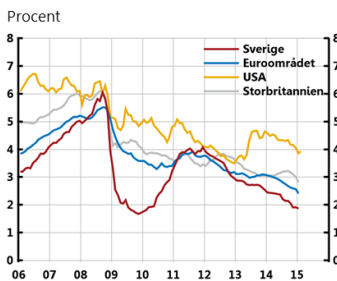


## För att understödja inflationsuppgången

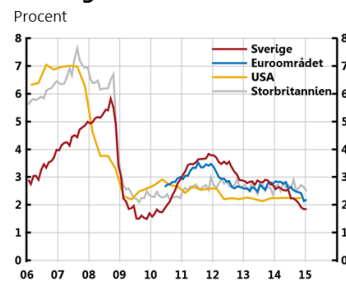
- Mer expansiv penningpolitik
  - Reporäntan nu -0,10 procent
  - Lägre reporäntebana
  - Räntorna på Riksbankens finjusteringar med bankerna: repo +/-0,1
  - Inlett köp av statsobligationer för 10 miljarder

## Räntor till svenska hushåll och företag är låga

### Hushåll



### Företag



Anm. Genomsnittliga räntor på nya lån. Lånens löptider varierar både över tid och mellan länder. Lånen till hushåll avser bolån.

Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve, Mortgage Bankers Association (MBA) och SCB



## Krävs det mer – gör vi mer

- Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen
- Om det behövs för att inflationen ska stiga mot målet
  - Sänka reporäntan och reporäntebanan
  - Utöka köpen av statsobligationer
  - Låna ut till företag via banker
- Allt detta kan snabbt användas i större skala



## Hög och stigande belåningsgrad skapar risker

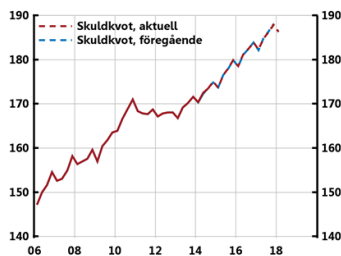
### Bopriser

Årtlig procentuell förändring, säsongrensade data



### Skulder

Andel av disponibel inkomst

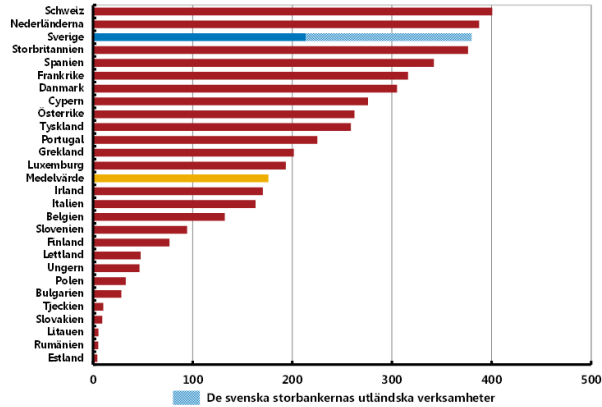


Källor: Valueguard, SCB och Riksbanken



## Bankernas tillgångar i förhållande till BNP

December 2013, procent



Källor: ECB, EU-kommissionen, Schweiz Nationalbank och Riksbanken



## Hushållens skulder - dubbla risker

- Realekonomisk instabilitet
  - Hushållen konsumerar mindre
  
- Finansiell instabilitet
  - Finansieringsproblem för banker
  - Kreditförluster på bankers utlåning
  
  - Kraftig skulduppbyggnad, snabbt stigande bostadspriser ökar riskerna för finansiella kriser
  - Hög skuldsättning i utgångsläget medför att effekterna av en kris blir större



## Tid att handla nu!

- Risker har ökat under en lång tid och visar tecken på en snabbare ökningstakt igen
  
  - Med låga räntor länge är det brådskande att andra policyområden hanterar dessa risker
    - Åtgärder för att hantera drivkrafter bakom hushållens skuldsättning
    - Ytterligare makrotillsynsåtgärder
  
  - Europeiska kommissionen, OECD och IMF har upprepade gånger påpekat riskerna
    - En källa till oro: banker lånar upp betydande medel på internationella kapitalmarknader
- 



**Låga räntor ger stöd  
åt inflationsuppgången**

**Beredskap för mer**

---



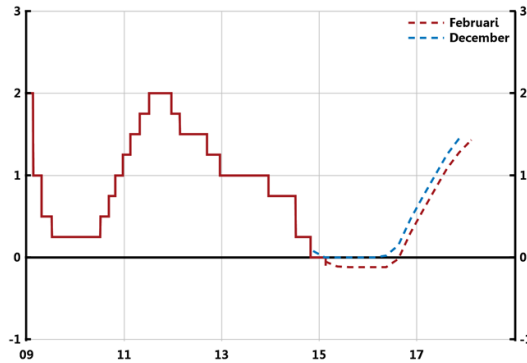
## Perspektiv på penningpolitiken och den penningpolitiska debatten

Riksdagens finansutskott  
5 mars 2015

Vice riksbankschef Kerstin af Jochnick

## Sänkt reporänta för att nå inflationmålet

Procent



Anm. Reporänta. Prognos avser kvartalsmedelvärden, utfall avser dagsdata.

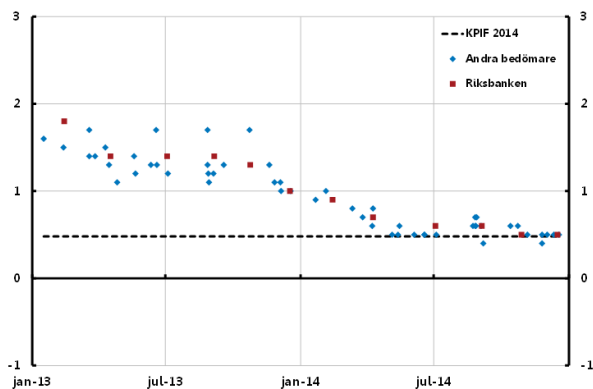
Källa: Riksbanken





## Inflationen 2014 lägre än väntat

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt



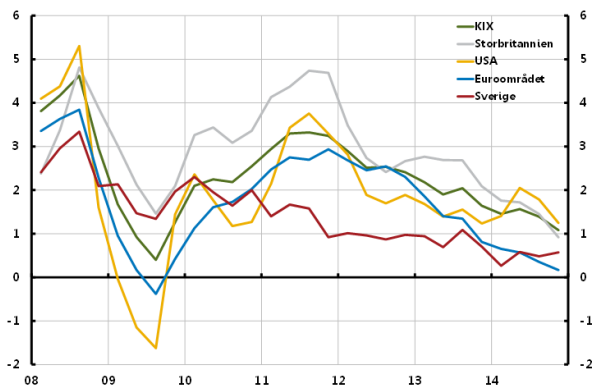
Anm. Andra bedömare är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

Källor: Respektive bedömare, SCB och Riksbanken



## Global nedgång i inflationen

Årlig procentuell förändring



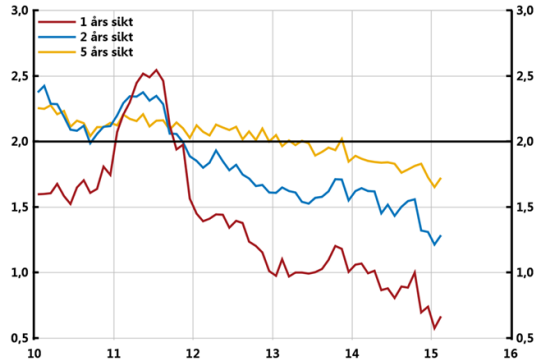
Anm. Kix är en sammanslagning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av används HICP för euroområdet och KPI för övriga. För euroområdet visas inflationen mätt med HICP och för USA och Storbritannien mätt med KPI. För Sverige visas inflationen mätt med KPIF.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Corusstat, nationaleire kallor, Office for National Statistics och SCB



## Viktigt med förankrade förväntningar

Procent



Anm. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer.

Källa: TNS Sifo Prospera

## Ändrade förutsättningar för penningpolitiken



- Inflationen lägre än väntat, nedreviderade prognoser
- Inflationen under målet under lång tid
- Trend nedåt i långsiktiga inflationsförväntningar
- Ramverk för makrotillsynen (fr.om. 2014)
- Alltså: Ändrade förutsättningar – inte helt ny politik!

## Debatten om penningpolitiken har helt skiftat fokus



- Tidigare: "Stimulera mera! Skulder och huspriser utgör ingen större risk och inflationsmålet måste prioriteras"
  
  - Nu: "Stimulera mindre! Skulder och huspriser utgör en stor risk och inflationsmålet är inte särskilt viktigt"
    - "Svårt eller omöjligt att få upp inflationen"
    - "Sänk inflationsmålet"
- 

## Problem med den tidigare kritiken



- Tog för lätt på riskerna med skulder och huspriser
  
  - Dessa risker kvarstår men mer angeläget att relativt snabbt få upp inflationen
    - Vågskålen med inflationen har blivit tyngre
    - Inget utrymme att ta hänsyn till risker med skulder
-

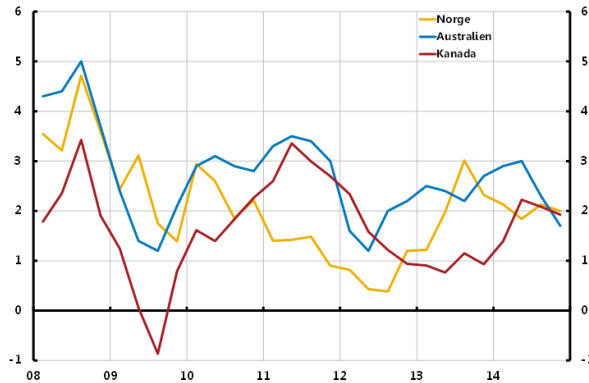


## Problem med den nya kritiken

- Underskattar vikten av inflationsmålet som riktmärke för pris- och lönebildning
- Den akademiska debatten: "Höj inflationsmålet" (för att öka spelrummet att sänka styrräntan i lågkonjunkturer)
- Inflationsmålet bör inte ändras lättvindigt – uppåt eller nedåt
- Knappast omöjligt att få upp inflationen

## Högre inflation i vissa länder

KPI, Årlig procentuell förändring



Källor: Statistics Canada, Australian Bureau of Statistics och Statistics Norway

## Sammanfattande budskap



- Viktigt att inflationen stiger mot målet
  - Riksbanken har reagerat på ändrade förutsättningar – inte helt ny politik
  - Ny kritik raka motsatsen till tidigare kritik – komplex debatt
  - Viktigt att inflationsmålet utgör nominellt ankare
  - Makrotillsynen ansvarar för att förebygga risker med hushållens skulder
-