

Offentlig utfrågning
om den aktuella penningpolitiken
den 8 november 2018

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-88607-61-4
Riksdagstryckeriet, Stockholm, 2018

Förord

Finansutskottet bjöd den 8 november 2018 in till en offentlig utfrågning i riksdagen om den aktuella penningpolitiken med riksbankschef Stefan Ingves och vice riksbankschef Martin Flodén. I det följande redovisas en utskrift av de stenografiska uppteckningar som gjordes vid utfrågningen och de bilder som visades av föredragshållarna under deras presentationer.

Program

Datum: Torsdagen den 8 november 2018

Tid:09.00–11.00

Inledning:

Finansutskottets ordförande Elisabeth Svantesson hälsar välkommen

Kl. 9.00–9.10

Riksbankschef Stefan Ingves

Kl. 9.10–9.15

Vice riksbankschef Martin Flodén

Kl. 9.15–11.00

Frågor från ledamöterna

Stenografisk utskrift från den offentliga utfrågningen

Ordföranden: Å hela finansutskottets vägnar hälsar jag varmt välkomna till denna öppna utfrågning om den aktuella penningpolitiken. Vi hälsar särskilt riksbankschef Stefan Ingves och vice riksbankschef Martin Flodén välkomna, men även de medarbetare som är med. Ni är alla hjärtligt välkomna!

Jag lämnar först ordet till Stefan Ingves. Därefter får vice riksbankschef Martin Flodén ordet, och sedan tar vi frågor från ledamöterna.

Stefan Ingves, Riksbanken: Stort tack för att vi än en gång får vara i utskottet och berätta om penningpolitiken, denna gång Martin Flodén och jag!

När man funderar kring penningpolitik eller ekonomisk utveckling i största allmänhet kan det i ett litet och väldigt utrikeshandelsberoende land som Sverige vara bra att börja med att blicka ut mot omvärlden lite grann och beskriva hur det ser ut där.

I dag har vi ett läge där omvärldskonjunkturen i allmän mening, utan att fästa för stor vikt vid enskilda siffror, är god. Jämfört med 2017 har visserligen tillväxten i euroområdet dämpats en del, men samtidigt verkar det allmänna ekonomiska förtroendet inom euroområdet vara gott i den meningen att hushåll och företag ser framför sig en god ekonomisk utveckling och även en allt starkare arbetsmarknad.

I USA är man i dagsläget inne i en väldigt lång fas med stigande bnp – faktiskt den längsta fasen under efterkrigstiden. Vad som händer är att den expansiva finanspolitik som man för närvarande bedriver driver på ytterligare, trots att perioden för närvarande är väldigt lång. Det ser man när man tittar på grafen till vänster på bilden jag visar; tillväxten ligger någonstans kring 2 och 3 procent på olika håll i världen.

Som en konsekvens av den goda tillväxt som nu har funnits ett tag är arbetslösheten på väg ned. I den amerikanska ekonomin, som ju repar sig snabbare efter den stora finanskrisen, har arbetslösheten fallit under längre tid än i euroområdet. Men även i euroområdet har arbetslösheten stadigt och tydligt varit på väg ned under en tidsperiod.

Samtidigt ligger USA före i konjunkturcykeln, som jag noterade. Det betyder också att inflationen, här mätt som underliggande inflation, ligger högre i USA än vad den gör i Europa. I USA ligger inflationstakten för närvarande, mätt på detta sätt, någonstans i närheten av 2 procent. I euroområdet är det dock, oaktat den goda europeiska tillväxten, fortfarande så att underliggande inflation ligger någonstans i närheten av 1 procent. I det avseendet är den amerikanska ekonomin lite annorlunda jämfört med den europeiska ekonomin.

En konsekvens av detta ser vi till höger på bilden. Där beskrivs bland annat hur det ser ut på räntesidan i olika centralbanker – ECB, Storbritannien, USA

och Norge. Som ni ser har de amerikanska räntorna, den röda trappan, varit på väg upp ett bra tag. Så har dock inte skett i Europa på samma sätt.

Samtidigt har man höjt räntan lite grann i Norge och Storbritannien, och om man tittar på den streckade linjen går alla graferna – de streckade delarna – åt samma håll i den meningen att räntan är på väg upp. Räntorna synes också vara på väg upp under överskådlig tid, även om det under överskådlig tid också kommer att vara så att Europa och USA inte ligger i fas när det gäller stigande räntor under de kommande åren. Detta sker nämligen snabbare i den amerikanska ekonomin givet vad som sker där.

Precis som alltid är det stor osäkerhet kring omvärldsutsikterna, och det kan vi i Sverige inte göra så mycket åt. Det har vi i stället att leva med. En faktor som finns ur ett europeiskt perspektiv är diskussionen i Italien om i vad mån de offentliga finanserna är eller kommer att förbli hållbara framgent, givet att man i Italien rullar en mycket stor statsskuld framför sig och alla spänningar det kan tänkas leda till.

Det är välkänt att det pågår alla möjliga diskussioner om tullar och om den handelskonflikt som finns mellan USA och Kina – och för övrigt mellan USA och en del andra länder också. Det är svårt att säga vad som kommer ut av det. Brexitdiskussionen är också väldigt svårbedömbär när det gäller de ekonomiska konsekvenserna.

Därutöver är det ungefär som det brukar vara när räntorna stiger i USA: Ett antal tillväxtekonomier har lånat väldigt mycket i dollar och har på ett eller annat sätt svårt att hantera de lånen. Det är nästan ett klassiskt beteende i det här sammanhanget. Ett exempel på två länder med problem här är Turkiet och inte minst Argentina, som är ett land med ganska regelbundet återkommande ekonomiska bekymmer. Båda dessa länder är traditionellt sett långvariga och återkommande kunder hos Internationella valutafonden, om man tar ett lite längre tidsperspektiv.

Vi har inte siffrerat den här typen av händelser när vi gör våra prognoser, för det låter sig helt enkelt inte göras. Händer det något stort och väldigt anorlunda får vi i stället ta hänsyn till det den dag det har inträffat. Detta är dock bakgrundsfrågeställningar som finns. Inget av detta är i och för sig särskilt positivt när det gäller allmänekonomisk utveckling.

Att jämföra Sverige och svensk ekonomi kan naturligtvis göras på många olika sätt, och följande är bara *ett* sätt att illustrera detta på. Här mäter vi bruttonationalprodukten i nivå, och det är den blå kurvan på bilden. Sverige och USA sammanfaller nästan på senare år, medan euroområdet ligger långt under. Dessa kurvor har i och för sig samma lutning, så på det sättet har tillväxttakten kommit tillbaka. Tappet i produktion är dock påtagligt när man tittar på utvecklingen för Europa i övrigt.

Beskrivet på det här sättet kan man inte säga annat än att svensk ekonomi har utvecklats väl och vuxit snabbt jämfört med omvärlden under senare år. Framför allt har Sverige återhämtat sig mycket snabbare än många andra delar i Europa under senare år.

Den expansiva penningpolitiken har bidragit till detta. Penningpolitiken har lett till både minusränta och stora köp av statsobligationer, vilket inte är den penningpolitik man föreställer sig under mer normala omständigheter. Skälet till detta ser vi i grafen till vänster på bilden: Inflationen blev alldeles för låg. Inflationen har sedan, efter det att penningpolitiken blivit alltmer expansiv, gradvis stigit upp mot 2 procent. Nu på senare år befinner den sig vid eller i närheten av vårt mål på 2 procent.

Om ni tittar på grafen till höger ser ni att det finns ytterligare skäl bakom den penningpolitik som har förts. Det handlar om att titta på inflationsförväntningarna. Ni ser att inflationsförväntningarna under den här perioden blir mer och mer fallande ända fram till ungefär den tidpunkt då räntan blir negativ, och efter det – i takt med den penningpolitik som har förts – har inflationsförväntningarna återgått till 2 procent eller i närheten av 2 procent.

Detta har i och för sig tagit längre tid än vad man kan tänka sig att många har föreställt sig när det gäller penningpolitik i vid mening. Det har alltså krävts mer och tagit längre tid än vad vi en gång i världen trodde, men det har ändå visat sig vara möjligt att få upp inflationen till 2 procent igen. Det är bra, för det borde rimligtvis över tid påverka inte minst löneökningarna. De är också en viktig faktor när det gäller inflationen framöver.

Mätning av inflationstrycket kan göras på en rad olika sätt. Man kan rensa bort energipriser, livsmedelspriser eller vad det nu är. Vi har en hel svärm av olika mått på inflationstrycket, och det är den grå skalan på bilden. Man ser att inflationstrycket för närvarande ändå är ganska måttligt i så måtto att den röda prickerna visar KPIF för närvarande. KPIF ligger lite över alla de andra måtten, och det är ett sätt att uttrycka känslan att inflationstrycket fortfarande är ganska måttligt.

Ett bidrag till KPIF-inflationen på senare år har varit stigande och volatila energipriser. Jag återkommer till det längre fram. Den prisutvecklingen tar slut någon gång, och jag kommer att visa en graf över det.

Samtidigt har vi fortsättningsvis en stark konjunktur, vilket man ser om man tittar på vår prognos. I och för sig kommer tillväxten att ligga lägre än tidigare, men den kommer att ligga någonstans kring 2 procent under kommande år. Det är fortfarande väldigt god tillväxt. Det ni ser på skärmen nu är vår oktoberprognos.

Detta kan, återigen, illustreras på väldigt många olika sätt. Givet att vi har haft god tillväxt under många år finns det alltså ett stort tryck på arbetsmarknaden för närvarande. Mäter man det illustrerat på det här sättet, i termer av bristtal, ser vi att bristtalen i näringslivet nu är sådana att vi ligger vid eller till och med lite över den nivå som rådde i början av 2000-talet. I det avseendet kan man alltså med fog hävda att det är god efterfrågan på arbetskraft.

Sedan finns det en rad andra frågeställningar på arbetsmarknaden när det gäller arbetskraften och arbetskraftens sammansättning, men illustrerat så här ser vi god tillväxt och god efterfrågan på arbetskraft. Det borde rimligtvis också framöver bidra till att efterfrågetrycket i svensk ekonomi är sådant att inflationen hålls kring 2 procent.

Jag nämnde tidigare detta med energipriser. På bilden ni ser nu visar de grå fälten nere i grafen energiprisernas betydelse för inflationsutvecklingen. Om både oljepriser och elpriser stiger en hel del får man naturligtvis med de prisökningarna. De lär dock ta slut någon gång, och om det är på det sättet och vi får rätt i vår prognos kommer inflationstakten under den närmaste tiden att falla tillbaka något.

Vår prognos är ändå sådan att vi menar att det finns ett tillräckligt gott efterfrågetryck både från omvärlden och i svensk ekonomi internt, på ett sådant sätt att det bör vara möjligt att inflationen ligger kvar kring 2 procent de kommande åren. Som jag har påpekat tidigare är det också så att inflationsförväntningarna ligger i närheten av 2 procent. Den allmänna bedömningen från lite olika håll är alltså att det bör vara möjligt att under de kommande åren ha en inflationstakt som ligger bra nära 2 procent.

Om inflationsutsikterna i den här världen står sig betyder det att det snart är lämpligt att också höja räntan i långsam takt. Minusränta är ju ingalunda något slags normaltillstånd när det gäller penningpolitiken. Låt mig dock betona att det är penningpolitiken som har bidragit till att vi är där vi är när det gäller inflationstakten och den allmänt goda ekonomiska utvecklingen. Utan minusräntan och de stora obligationsköpen hade vi alltså sannolikt varit någon annanstans.

I den här världen ser vi alltså framför oss ganska långsamma räntehöjningar under kommande år, men riktningen är given. Samtidigt får vi då hålla ett öga på och vara vaksamma på inflationstrycket och hoppas och utgå från att det stiger på det sätt som vi förväntar oss eftersom efterfrågan i svensk ekonomi vid det här laget har varit god under lång tid. Som alltid får vi också hålla ett öga på växelkursen och se vad som händer på den kanten den dagen vi sakta börjar höja räntan.

Som ett komplement till räntesättningen har vi våra obligationsköp. För närvarande, givet de beslut vi har fattat på den sidan, rullar vi i princip den obligationsportfölj vi innehar i dagsläget. Vi har för närvarande ungefär 340 miljarder i statsobligationer.

Som alltid finns det ett antal olika utmaningar. Inflationstrycket har varit lågt länge, vilket är vårt huvudfokus när det gäller penningpolitiken. Trots högkonjunktur är det svårt för vissa att få fäste på arbetsmarknaden, även om det går bättre för dem som har svårt att få fäste på arbetsmarknaden i dag jämfört med i ett annat konjunkturläge. Det är svårt att få bostad där jobben finns, och hushållens skuldsättning kommer dessvärre att vara ett långvarigt problem under alla möjliga olika konjunkturlägen framöver.

Martin Flodén, Riksbanken: Tack för att även jag får komma hit och prata om min syn på penningpolitiken!

Jag har reserverat mig mot det senaste penningpolitiska beslutet. Jag förespråkade en räntehöjning vid vårt möte i oktober, och det är något jag också har indikerat redan på tidigare penningpolitiska möten att jag skulle göra.

Min reservation handlade framför allt om just penningpolitiken i närtid. Jag har samma behov som majoriteten i direktionen när det gäller vilken penningpolitik som kommer att vara lämplig på medellång sikt. Jag delar också den bild av det ekonomiska läget, konjunkturutvecklingen och inflationstrycket som Stefan redogjorde för. Det jag tänkte säga några ord om i dag är på vilket sätt min syn på den lämpliga penningpolitiken skiljer sig från synen hos majoriteten i direktionen.

Det handlar om slutsatserna av den bedömning vi har av det ekonomiska läget. Vilken penningpolitik är lämplig, och vilka avvägningar tycker jag att man ska titta på? Innan jag kommer till de avvägningarna vill jag lite grann förstärka den bild som Stefan redogjorde för och de problem vi har haft att hantera under de senaste åren.

Som Stefan nämnde har vi haft en lång period, fram till för ungefär ett och ett halvt år sedan, då inflationen under många år har legat under inflationsmålet. Framför allt under 2014 föll inflationen snabbt. Inflationsförväntningarna trendade nedåt, och jag tycker att vi hade en allmänt besvärlig diskussion i svensk ekonomi om inflationsmålets roll i svensk ekonomi. Vi såg att förtroendet för inflationsmålet var väldigt skakigt.

Vi hade och har nu under många år haft ett försvagat förtroende för inflationsmålet. Det har lett till att förväntningsbilden har påverkats och att pris- och lönebildningen i svensk ekonomi har påverkats. Det gör att det blir betydligt svårare att bedriva penningpolitik jämfört med om man har välförankrade förväntningar och det finns ett starkt förtroende för inflationsmålet.

När det finns ett starkt förtroende för målet återvänder inflationen nästan med automatik, åtminstone på sikt, till målet. Då sätts nämligen priser och löner i ekonomin på ett sätt som ligger helt i linje med vårt inflationsmål. Då är det lätt att bedriva penningpolitik. När förtroendet för målet har tappats är det dock ingen självklarhet att inflationen ens på sikt återvänder till det mål vi har satt upp.

Då behöver penningpolitiken nästan enbart fokusera på att återbygga förtroendet för inflationsmålet, för att återskapa och återställa förtroendet för penningpolitiken.

Därför har det varit helt nödvändigt för oss att bedriva en sådan penningpolitik under många år. På många sätt beskrivs den penningpolitiken som onormal, okonventionell eller extrem. Det har bland annat lett till att vi har en negativ styrränta; vi har sänkt den ned till minus en halv procent, vilket är nära det vi brukar tänka på som den nedre gränsen för vad som är möjligt. I teknisk bemärkelse går det säkert att sänka räntan ytterligare något eller några steg, men frågan är hur effektivt det hade varit.

Den här bilden tror jag att vi är helt eniga om i direktionen. Ofta hör man i den svenska debatten att vi på Riksbanken blir kritiserade för att vi för en alltför stelbent penningpolitik – vi borde vara mer flexibla, ha mer tålamod och så vidare. Man kan inte bedriva en flexibel penningpolitik om det inte finns ett starkt förtroende för inflationsmålet.

Så har alltså bilden sett ut under flera år. Jag tror dock att det är ganska lätt att konstatera att de penningpolitiska utmaningarna är mindre i dag än de var för tre år sedan. Bilden jag visar nu är ungefär samma som den Stefan nyss visade. Som vi alla vet har inflationen stigit påtagligt – i och för sig delvis med hjälp av tillfälliga effekter, framför allt höga energipriser – men även det underliggande inflationstrycket är högre i dag än det var för tre år sedan.

Inflationsförväntningarna har också stigit, och vi har en helt annan diskussion kring inflationsmålet i dag än vi hade tidigare. I dag finns det både folk som tror att inflationen kommer att bli för hög och folk som fortfarande tror att inflationen kommer att bli för låg under de kommande åren. Vi har alltså en mer balanserad bild av vad som kommer att hända framöver.

För mig handlar alltså detta om en avvägning mellan ett konstaterande, att de penningpolitiska utmaningarna har avtagit, och att det – i alla fall som jag ser det – finns ett egenvärde i att inte hålla penningpolitiken så expansiv som möjligt. Jag tycker att det finns ett egenvärde i att ha möjlighet att ta ett steg bort från den mest expansiva penningpolitiken. Det är inte så att jag tror att inflationen kommer att bli alltför hög om vi inte höjer räntan nu, utan det handlar om en avvägning.

Å ena sidan har vi möjligheterna att bedriva en fortsatt expansiv penningpolitik, som inte på riktigt samma sätt knackar på gränserna för vad som är möjligt, utan att vi riskerar att återigen falla tillbaka till de problem vi hade för några år sedan med fallande inflationsförväntningar och ett avtagande förtroende för inflationsmålet.

Detta ska å andra sidan vägas mot den nytta man kan se i att röra sig lite bort från de mest expansiva nivåerna och de spänningar i ekonomin som det trots allt skapar på lite olika sätt. Kanske handlar det framför allt om kommunikationen, som är väldigt viktig för en centralbank – att göra penningpolitiken begriplig och öka förståelsen för vår penningpolitiska handlingsregel.

Detta handlar förstås om bedömningar, och det finns inget självklart svar. Jag tror att jag beskriver skillnaden inom direktionen och hur säkra vi känner oss på att förtroendet för inflationsmålsregimen nu är tillräckligt starkt för att vi ska kunna ta det här steget. Det är den ena biten, och en annan faktor som jag väger in – och jag känner mig tillräckligt övertygad om att vi kan höja räntan utan att det blir för stora risker – är att inflationen hålls tillfälligt uppe av höga energipriser. Även om inflationen i närtid skulle bli lite lägre tror jag alltså att problemen inte är särskilt stora.

Ordföranden: Nu får ledamöterna i utskottet möjlighet att ställa frågor.

Fredrik Olovsson (S): Jag tackar för de föredragningar vi har fått lyssna till. Det är inte första gången utskottet ägnar sig åt den här typen av övningar.

Det finns verkligen många stora och principiella frågor, inte minst i det historiska perspektiv som Martin Flodén tar upp gällande hur speciellt detta läge ändå är. Det har vi dock diskuterat många gånger. Detta kanske snarare blir en

fråga för en större utvärdering, som finansutskottet ju genomför med större tidsintervall, så att man kan grotta i det ordentligt. Jag tänkte därför titta lite mer på detaljerna.

Med de uttalanden som har gjorts från direktionen närmar vi oss ett läge där räntan så småningom ändå ska kunna höjas i någon sorts närtid. Det är en följd av att man närmar sig målet och att ekonomin kan klara den typen av åtgärder. Samtidigt sänds det även lite andra signaler från direktionen. Vi använder dessa okonventionella verktyg, som man väl ändå får säga att det är, exempelvis stora obligationsköp. Obligationsköpen har snarast ökat under året och ska väl fortsätta att öka med tiotalet miljarder före årsskiftet. Det är ju en annan signal än lite lösare politik.

Samtidigt har man förlängt det valutainterventionsmandat som riksbankschefen och vice riksbankschefen har. Man har alltså osäkrat det vapnet och kan använda det mellan direktionens sammanträden. Med tanke på att valutakursen snarast har försvagats – Riksbanken säger ofta att den inte ska stärkas så snabbt, men det har snarast gått åt andra hållet – kan man ju undra om det inte är ett verktyg som borde avvecklas eller trappas ned snarare än ligga kvar eller förstärkas de kommande månaderna. Det var min fråga.

Stefan Ingves, Riksbanken: Som alltid är det naturligtvis en bedömningsfråga, och den bedömning vi har gjort är den omvända – att det är lämpligt att vidmakthålla dessa åtgärder som en extra försäkring. Skulle utvecklingen bli en helt annan och om allt detta avvecklas måste vi i närtid börja om från början, så att säga. Det är en bedömning vi har gjort, det vill säga att det är mer lämpligt att göra det på det här sättet.

När det gäller frågan om obligationsportföljen ska man komma ihåg att de obligationsköp vi gör där görs för att vi lite i förskott tar ut de förfall som kommer längre fram. Vi har förhållandevis få obligationslån i Sverige. Statskulden är nämligen inte så stor, och då kommer förfallen också i ganska stora klumpar. Därför har vi valt att smeta ut dem lite grann över tid.

Niklas Wykman (M): Man ska kanske vara rationell och titta framåt i räntepolitiken, men man kan också titta lite grann bakåt. Av nyfikenhet vill jag fråga en sak.

Martin visade en bild på det faktiska inflationstrycket och Stefan på inflationsförväntningarna, och båda dök väldigt kraftigt någonstans kring 2011 – särskilt inflationsförväntningarna. Det vore intressant med en kommentar till det så här i efterhand, för framtida utformning av politiken. Vad är Martins och Stefans bedömningar av varför inflationsförväntningarna avtog så kraftigt under denna tidsperiod?

Jag har en fråga till. Jag lyssnade och drar slutsatsen att Riksbanken nu är mer fokuserad på huvuduppgiften kring inflationsmålet och har mindre engagemang i sidofrågor i ekonomin, som finansiell stabilitet och så vidare. Men det är klart att vi här i finansutskottet måste bekymra oss om hela ekonomin,

och det kan ju vara så att den politik som nu bedrivs även har en riskbild. Den hörde jag inte så mycket om från någon av de föredragande.

Vad bedömer man är det huvudsakliga riskscenariot med penningpolitiken? Är det ökat risktagande i ekonomin, eller är det fördelningspolitiska effekter? Det är mycket diskussioner kring en rädsla för en stark krona, men en långsiktigt svag krona kan innebära vissa typer av risker för internationella investeringar, företagande och så vidare. Obligationsmarknaden har varit en annan sak som det har varit mycket diskussioner kring – ifall man riskerar att genom Riksbankens agerande så att säga tränga ut potentiell likviditet, kan vi kalla det, från obligationsmarknaden.

Jag skulle alltså uppskatta en kort reflektion kring inflationsförväntningarna eller inflationstrycket 2011 samt vad man bedömer som den huvudsakliga riskbilden med den nuvarande politiken.

Stefan Ingves, Riksbanken: En reflektion kring den frågeställningen – ja, ekonomiska historiker lär väl få rota i detta under lång, lång tid framöver.

Låt mig börja i början av 2000-talet. Jag noterar när jag visar mina grafer att läget på arbetsmarknaden är någorlunda jämförbart med hur det såg ut kring 2001–2002. Vad som händer är att vi under början av 2000-talet går igenom en period som på svenska kan kallas ungefär ”det stora lugnet”. Alla som sysslar med den här typen av frågeställningar föreställer sig då att allting kommer att bete sig ordningsamt och på ett snyggt och prydligt sätt: Konjunktursvängningarna kommer att vara mycket måttliga, och vi har full förmåga att hantera de konjunktursvängningarna med hjälp av penningpolitiken.

Vi vet med facit i hand att det stora lugnet försvann ganska fort 2007–2010. Det som inträffar därutöver, efter den stora globala finanskrisen, är att hela krisen förlängs och förlängs kraftigt i Europa, eftersom vi i Europa saknar förmåga eller vilja – eller hur man nu beskriver det – att ta itu med en lång rad specifikt europeiska problem.

Någon gång mellan 2010 och 2012 antog man att världen skulle återgå till det normala. Men vi vet i dag, tio år senare, efter 2008, att det inte blev så. Det blev precis tvärtom. Det innebär att inflationstakten blir låg på väldigt många håll i världen. Det tar mycket längre tid att plocka ihop delarna igen efter den stora globala finanskrisen än vad någon kunde föreställa sig. Detta sliter vi och ett antal andra centralbanker med och även många regeringar på olika håll i världen.

Sverige som en liten öppen ekonomi påverkas naturligtvis kraftigt av detta. Sverige befinner sig inte i något slags vakuum, oberoende av vad som sker i resten av världen. Vi kan inte fullt ut kompensera ett bortfall av efterfrågan på global nivå med ekonomisk politik. Det maktar vi inte med i Sverige, vare sig vi talar penningpolitik eller finanspolitik. Då får vi göra så gott vi kan för att vända detta, vilket vi har gjort. Jag visade en graf över vår ekonomiska utveckling i förhållande till andra länder, och med facit i hand har det gått ganska bra, även om världen blev helt annorlunda än vad vi föreställde oss vid den

tidpunkt som du refererar till. Det visar bara att med ett ännu längre tidsperspektiv i centralbanksverksamhet vet man aldrig hur det blir, och då får man laga efter läge.

Vi går nu igenom en period som ofta kallas formalisering i någon form. Den stora diskussionen framöver kommer nog att handla om vad som väntar runt hörnet och hur nästa tioårsperiod ska se ut. Det som helt säkert spelar stor roll i det här sammanhanget är globalisering, världshandel, olika ekonomiers öppenhet och den typen av frågeställningar.

Sedan frågan om riskbild under den här perioden. Att sänka räntan till minus ger ju väldigt många incitament att låna, och då finns naturligtvis alltid som en del av riskbilden att många lånar för mycket. Det är hela tiden den trade-off som finns. Den obehagliga trade-off som vi har haft i svensk ekonomi, ett problem som man också haft på en del andra ställen, är att vi inte har sett till att få ordning på vår bostadsmarknad i Sverige, detta parallellt med perioden med minusränta. Som jag sa tidigare ökar det naturligtvis risken i hela systemet.

Samtidigt hade det varit väldigt svårt för Riksbanken, givet de regelverk och den rollfördelning vi har i Sverige, att göra någonting annat, för då hade vi sannolikt haft en betydligt högre ränta, en inflationstakt långt under målet, en mycket starkare växelkurs och en högre arbetslöshet. Ekonomi är att välja, som Assar Lindbeck säger i sin bok, och det är den här typen av val som kan vara nog så svåra.

Många centralbanker har tittat på frågan om fördelningspolitik under den här tidsperioden. Man säger ungefär så här: Tillgångspriserna stiger när räntorna är låga jämfört med när räntorna är höga. Å andra sidan kommer arbetslösheten att vara lägre än vad den annars hade varit.

Vid en sammanvägning av detta förefaller slutsatsen nästan alltid vara att netto för ekonomin i sin helhet överväger den lägre arbetslösheten. Ekonomin i sin helhet och framför allt låginkomsttagare har tjänat på detta, för annars hade arbetslösheten varit högre. Det är en viktig faktor för att förstå detta med fördelningspolitik.

När det gäller svag krona eller inte svag krona har vi inte något mål för växelkursen, utan vad vi alltid talar om är växelkursens rörelse. Man kan säga att det är synpunktsrikt när det gäller vad växelkursen borde vara. Jag tror att det är bra att vi har en flytande växelkurs på det sätt som vi har haft under senare år.

När det sedan gäller frågan om obligationsmarknaden är hela tanken bakom den här politiken att det ska bli ont om obligationer, för då försöker man köpa de obligationer som finns, och då stiger priset och räntan går ned. På det sättet skjuter obligationsköpen på i rätt riktning när det gäller penningpolitiken. En del av penningpolitiken i det här sammanhanget består i att, låt säga, köpa en tioårig obligation. När vi köper en tioårig obligation betalar vi med nya riksbankspengar. Vad är då tanken bakom detta? Jo, då skapar vi nya riksbankspengar samtidigt som det blir ont om obligationer. Om alla då säger att de har

fått mycket mer pengar än vad de vill ha och går ut och köper obligationer, då stiger priset på obligationer och räntorna faller. Det är mekanismen i detta.

Det finns alltså en grundtanke bakom detta som består i att skapa pengar, så att det finns mer pengar än vad folk vill ha. Då försöker alla göra sig av med pengarna. Vad gör man då i stället? Man har dem inte i madrassen, utan man köper saker för dem, och då stiger priserna. I det avseendet har vår politik fungerat. Det är detta som från vårt perspektiv har varit det övergripande målet, och min åsikt är att vi fått det dit vi ville. Om sedan en och annan obligationshandlare på marknaden gnyr kan vi leva med det. Vi har följt detta ganska noga och egentligen inte upptäckt några större bekymmer med den politik som vi har fört.

Martin Flodén, Riksbanken: Jag ska också försöka svara på alla frågorna. Det är viktiga och stora frågor som vi brottas en hel del med internt på Riksbanken men också när vi möter andra aktörer, så det är inga nya frågeställningar.

Jag börjar med historiken kring 2010–2011, när Riksbanken snabbt höjde styrräntan från en väldigt låg nivå. Styrräntan höjdes vid sju möten i rad från 0,25 procent till 2 procent. Detta var under en tid då jag inte var på Riksbanken, så jag vet inte vad jag hade tyckt i det läget. Det är ju lätt att i efterhand sitta och framföra åsikter om det här, och det är väl ungefär det jag tänker göra nu.

Det gick väldigt bra för svensk ekonomi då. Sverige återhämtade sig snabbt, så det är begripligt att man tyckte att det här var en krisåtgärd som behövdes under den stora globala finanskrisen 2008–2009. Det kändes säkert naturligt att börja normalisera penningpolitiken. Nu i efterhand förs det en diskussion om hur mycket detta handlade om att man också ville ta hänsyn till finansiella obalanser som höll på att utvecklas och så vidare.

Oavsett om det var rätt eller fel beslut vid den tidpunkten kan man ändå konstatera att USA hade en ungefär lika snabb återhämtning efter krisen. Där valde man att ligga kvar med en väldigt expansiv penningpolitik under hela perioden fram till 2015.

Sedan kom nya överraskningar i Europa som kanske påverkade Sverige mer än USA, framför allt den europeiska skuldkrisen 2010 som accelererade under 2011 och 2012. Det gjorde att man såg ett behov av att reversera penningpolitiken och återigen sänka reporäntan. Varken konjunkturen eller inflationen återhämtade sig på det sätt som man hade sett framför sig.

När jag kom till Riksbanken 2013 tyckte jag att det var tydligt att vi började få problem med en alltför låg inflation och försvagade förväntningar på inflationsmålsregimen. Under inledningsperioden förespråkade jag därför snabbare räntesänkningar än de som sedan beslutades av majoriteten.

Det är i dag ganska lätt att säga att om Riksbanken inte hade höjt räntan så mycket kanske vi inte hade hamnat i riktigt samma problem som vi sedan gjorde 2014 och 2015. Då hade vi kanske inte behövt föra en så expansiv penningpolitik under de senaste åren som vi har gjort. Jag tror ändå inte att det har varit den helt dominerande faktorn bakom utvecklingen i svensk ekonomi de

senaste åren. Vi hade säkert ändå fått låg inflation och påverkats av det allmänt svaga ekonomiska läget i euroområdet från 2012 och framåt, så vi hade förmodligen befunnit oss i ett liknande penningpolitiskt läge under de senaste åren.

Sidoeffekterna av den väldigt expansiva penningpolitik som vi har bedrivit hänger ihop med det som jag sa inledningsvis. Ibland kanske det är önskvärt att väga in andra saker än bara inflationsutvecklingen när man bedriver penningpolitik. Ofta tänker man då på realekonomisk utveckling och att penningpolitiken ska fungera väl ihop med den allmänna konjunkturutvecklingen. Men det kan också vara så att man vill ta hänsyn till olika finansiella obalanser som håller på att utvecklas. Att bedriva en så kallad flexibel inflationsmålspolitik är bara möjligt, som jag tidigare sa, om man har förtroende för inflationsmålpolitiken.

Det har inte varit, tycker jag, ett möjligt val för Riksbanken under de senaste åren att ta hänsyn till de här utvecklingarna. Även om vi hade haft förtroendet och förväntningarna med oss tror jag inte att penningpolitiken i någon större utsträckning hade haft möjligheter att påverka de utvecklingar som du nämner, framför allt när det gäller ökat risktagande, hushållens skuldsättning och så vidare. Det är klart att en väldigt låg styrränta från Riksbanken inte hjälper till. Det har inte bidragit till att stabilisera utvecklingen. Men som Stefan sa handlar det i grunden om strukturella problem på bostadsmarknaden och på bolånemarknaden som har drivit fram en utveckling som skapar risker.

När det gäller fördelningseffekterna håller jag med om det som Stefan sa. Alla studier som har gjorts tyder på att arbetslöshetseffekten är den viktigaste. En expansiv penningpolitik håller sysselsättningen uppe och minskar arbetslösheten.

När det gäller utvecklingen i Sverige ser det ut som att arbetslösheten sedan en tid tillbaka inte faller särskilt mycket mer. Men bakom siffrorna har vi en ganska problematisk försämring av sammansättningen på arbetsmarknaden, samtidigt som arbetslösheten ändå inte ökar. De så kallade utsatta grupperna på arbetsmarknaden har blivit en större andel av arbetskraften. Det är framför allt människor födda utanför Europa som kommer till Sverige som har svårt att komma in på arbetsmarknaden. För den gruppen fortsätter sysselsättningen att öka. Det starka konjunkturläget, som delvis är en följd av svensk penningpolitik, underlättar förstås för dem att komma in på arbetsmarknaden och i större utsträckning bli sysselsatta, och det tror jag inte bara är en tillfällig effekt. Man kanske måste pressa ekonomin lite och ha ett högt resursutnyttjande för att få in de här människorna på arbetsmarknaden, så att de kan bygga humankapital och sedan fortsätta att vara sysselsatta. Det är en fortsatt positiv fördelningseffekt jag ser att de allra mest utsatta grupperna i svensk ekonomi förmodligen gynnas av det starka resursutnyttjandet.

Som Niklas säger har den svenska kronans utveckling försvagats under det senaste knappa året på ett sätt som vi inte riktigt hade förutsett. Vi har ju varit oroad över att kronan kommer att stärkas alltför snabbt. Kronförsvagningen är ingenting som jag tycker underlättar för svensk penningpolitik. Den bidrar

visserligen till att inflationen blir lite högre i närtid, men den är redan hög. Det är inte så viktigt att vi får upp inflationen nu, utan det gäller för oss att bibehålla inflationen på en nivå runt inflationsmålet. Enligt vår bedömning kommer den försvagade kronan under de kommande åren att stärkas lite snabbare och sätta ett nedåtryck på inflationen. Det handlar mest om att omfördela inflationen över tid.

Sedan tror jag inte att växelkursvolatilitet i sig är bra för svensk ekonomi. Jag tror inte heller att det är ett jättestort problem att kronan svänger lite fram och tillbaka. Som Stefan sa har vi ju inget mål för kronans utveckling. Detta är inget stort bekymmer och väger inte jättetungt i mitt penningpolitiska beslut. Men att vår penningpolitik och vår kommunikation kring växelkursen har bidragit ganska kraftigt till kronans rörelser tror jag inte att det kan råda någon större tvekan om.

Apropå Fredrik Olovssons tidigare fråga har jag reserverat mig mot de båda besluten om valutainterventionsmandaten och de tidigare lagda återinvesteringsprogrammen i obligationer i vårt tillgångsköpsprogram. I båda fallen handlar det om flera olika faktorer.

Jag tycker inte att det är ett jättestort problem att omsättningen på obligationsmarknaden har minskat. Det är inte huvudsakligen ett makroekonomiskt problem. Det vi är oroad över är inte klagomål från finansiella marknader över att de har svårare att göra affärer just nu, utan det är att det kan finnas en rädsla för att marknaden förändras så kraftigt att det i en framtid, när Sverige eventuellt behöver låna mer, blir svårt att få tillbaka en väl fungerande marknad. Min och andras bedömning är att dit har vi inte kommit ännu, så den risken är inte överhängande. För mig har andra faktorer vägt tyngre för att inte vilja ta de sista stegen i våra tillgångsköpsprogram. Bland annat tror jag av olika skäl att effekten inte är särskilt stor av att göra svensk penningpolitik mer expansiv, men jag tänker inte gå in på dessa just nu. Det finns en del negativa effekter, framför allt att de finansiella riskerna ökar genom stora tillgångsköp. Därför ser jag det som en onödig åtgärd.

Ulla Andersson (V): Jag ska hålla mig till löneutvecklingen och förtroendet för inflationsmålet.

Om vi tittar tillbaka, som vi nyss har gjort, påverkades förtroendet för inflationsmålet väldigt kraftigt på grund av Riksbankens agerande. Inte minst sjönk förtroendet bland arbetsmarknadens parter.

I Konjunkturinstitutets senaste lönebildningsrapport menar man att låg inflation, svag produktivitet utveckling och en svagare konjunktur utveckling i Sveriges konkurrentländer inte är förklaring nog till den låga löneutvecklingen utan att parterna tidigare har överskattat inflationen och därmed håller tillbaka löneutvecklingen.

Om parterna har överskattat inflationen skulle jag vilja säga att det har kopplingar till hur Riksbanken tidigare har agerat och att förtroendet för inflationsmålet har urholkats. Jag skulle vilja ha en kommentar från er kring

detta, för just den låga löneutvecklingen gör ju också att det är väldigt svårt att få upp inflationen.

Jag vill också passa på att kommentera detta med jämlikheten och den förda penningpolitiken. Ni sa själva att tillgångspriserna blir högre och arbetslösheten lägre och att det överväger att arbetslösheten blir lägre. Men den största förklaringen till den växande ojämlikheten är ju tillgången till kapitaltillgångar. Människor med stora inkomster har också större kapitaltillgångar, såsom räntor, utdelningar, dyrare fastigheter, större arv och så vidare. Det är väl självklart att den förda penningpolitiken, som både Sveriges riksbank och andra centralbanker runt om i världen har fört, ökar inkomstskillnaderna väldigt kraftigt, eftersom just kapitaltillgångarna är det mest avgörande för de växande inkomstskillnaderna.

Stefan Ingves, Riksbanken: När man talar om penningpolitik och inflationstakt är det väldigt lätt att man kopplar ihop inflationstakten med en och endast en annan faktor, till exempel löner eller någonting annat. Det är inte riktigt så vi ser på hur det fungerar. Lönerna spelar naturligtvis roll. Men man kan också få en inflationstakt kring 2 procent med förhållandevis låga löneökningar, vilket är det vi ser för närvarande, och vi föreställer oss att inflationen kommer att vara i närheten av 2 procent under kommande år.

Det som vi sysselsätter oss med är att se på löneutvecklingen under senare år och sedan fundera på efterfrågeläget i svensk ekonomi eller ett liknande efterfrågeläge i många andra länder. Den här gången har det på många håll i världen tagit väldigt lång tid innan lönerna har börjat stiga, och de har inte stigit särskilt mycket jämfört med tidigare konjunkturuppgångar.

Hur det kommer sig att det har varit på detta sätt den här gången är något som väl förtjänar att studeras i detalj över årens lopp. Man får fundera kring om det är någonting på svensk arbetsmarknad eller på arbetsmarknader på andra håll i världen som ser annorlunda ut nu jämfört med bakåt i tiden till följd av globalisering, förändrad befolkningsstruktur eller vad det nu är. Eller kommer det så småningom att återgå till något som vi mer känner igen? Det är en oerhört spännande, intressant och svår fråga.

Vi har ett inflationsmål på 2 procent, men vi vet historiskt att inflationen inte alltid ligger på prick 2 procent. När det gäller den inflationstakt som har varit under den period som vi har haft ett inflationsmål ligger 75 procent av inflationsobservationerna någonstans mellan 1 och 3 procent. Visst kan man tala om inflationstakten som vägledande på något sätt när man diskuterar löner. Men det är inte en fråga för mig utan för dem som förhandlar om löner. Sedan vet vi med facit i hand att någonstans inom detta intervall kommer vi att hamna, för penningpolitiken har helt enkelt inte en detaljprecision när det gäller att fininställa saker och ting inom det här området. Men den stora frågan, också långt utanför Sverige, är om arbetsmarknaden är annorlunda i dag jämfört med tidigare. Om svaret är ja på frågan, vad är det då som är annorlunda

och som skapar lägre löneökningar än tidigare vid ett givet efterfrågetryck i den svenska ekonomin eller på global nivå?

Ja, visst gör den förda penningpolitiken att tillgångspriserna blir högre. Men ekonomi är ju att välja. Om vi då sänker räntorna, som vi har gjort för att klara vårt inflationsmål, kommer vi ändå inte ifrån reflektionen att nettoresultatet synes vara att oaktat stigande tillgångspriser har arbetslösheten sjunkit, och det väger så att säga över. Riksbanken har ju inte några verktyg för att hantera inkomstfördelning eller fördelning av förmögenheter, utan det måste hanteras på annat håll. Vi är ju inte den myndighet som hanterar den delen, utan där talar vi snarare finanspolitik eller, vilket jag återkommer till, den svenska bostadsmarknadens allvarliga brist på funktionalitet. Det är snarare där det ligger.

Martin Flodén, Riksbanken: Jag har några ytterligare kommentarer. När det till att börja med gäller löneökningarna är det även Riksbankens bild att den överraskande låga inflationen under 2013–2015 var en bidragande faktor till att de löneavtal som slöts blev lägre. De reala löneökningarna, löner minus inflation, blev överraskande höga för arbetsmarknadens parter i den förra rundan, så det är fullt begripligt att man slöt nya avtal på en ganska låg nivå.

Sedan har vi ändå blivit överraskade av att löneökningarna, utöver de här avtalen, har varit väldigt blygsamma under de senaste åren. Löneglidningen har varit nästan obefintlig. Som Stefan säger är det ett delvis internationellt fenomen; man har blivit överraskad av låga löneökningar även i andra länder. Möjligtvis är vi i Sverige väldigt beroende av vad som händer med lönerna i andra länder, framför allt Tyskland. Man tittar ju mycket på Tyskland när man sätter löner i Sverige. Nu ser vi en del tecken på att lönerna har börjat ta fart i omvärlden – i Tyskland och ännu tydligare i USA – och det kanske kan hjälpa till att få upp löneökningarna lite i Sverige.

Ytterligare en faktor som man tydligt kan se är att arbetsproduktiviteten har ökat ovanligt långsamt de senaste åren. Det är också en faktor som rimligen bidragit till att löneglidningen inte blivit högre än vad den har blivit.

När det gäller fördelningseffekterna driver typiskt sett ett lägre ränteläge upp olika tillgångspriser, vilket helt stämmer med olika teorier om hur man ska prissätta tillgångar. Men skälet till det, åtminstone rent teoretiskt, är att avkastningen på tillgångarna framöver väntas bli lägre. Det är på sätt och vis både bra och dåligt för dem som har kapital när värdet på tillgångarna ökar, men de kanske inte kan räkna med så hög avkastning i framtiden.

Trots det låga ränteläget har priserna på bostäder i Sverige fallit det senaste året. Och den allra senaste tiden har vi sett ganska stora fall på aktiemarknaderna både i Sverige och i omvärlden. Det kan vara så att det blev en överreaktion på aktiemarknaderna när räntorna föll.

Man ska också komma ihåg att det låga ränteläget inte i första hand handlar om penningpolitiken, utan det är ett globalt fenomen att underliggande räntor

är betydligt lägre än för 10–30 år sedan. Det är framför allt de långsiktiga ränteförväntningarna, de underliggande räntorna, som påverkar tillgångspriserna – eller borde vara det i alla fall.

På marginalen har vi på Riksbanken säkert kunnat påverka en del här, men på det stora hela är vår möjlighet att påverka den utvecklingen ändå ganska begränsad.

Ulla Andersson (V): De låga räntorna har inte heller, tyvärr, påverkat avkastningsmålen, vilket man känner en stor oro över.

Anledningen till att jag tog upp frågan om ojämlikheten var att jag tyckte att förklaringsmodellen från Riksbankens sida var alldeles för enkel.

Jag går nu tillbaka till frågan om lönebildningen. I och med besluten 2010 och 2011 och att man sedan började fokusera mer på den finansiella stabiliteten än på inflationsmålet blev det en förtroendekris, inte minst bland arbetsmarknadens parter. Före 2010 och 2011 låg inflationen under 2 procent nästan stadigt. Trots detta höjde Riksbanken räntan. Det fanns även då en debatt bland arbetsmarknadens parter kring Riksbankens agerande. Jag skulle vilja säga att det här är en kedja som hänger ihop. I och med att man så småningom började fokusera på inflationsmålet igen tror jag att parterna trodde att det kanske skulle gå lite fortare än vad man tidigare hade förväntat sig att nå tillbaka till inflationsmålet och att man därmed överskattade inflationsmålet.

Jag skulle ändå vilja påstå att Riksbankens agerande på det här sättet har påverkat lönebildningen. Men tack för svaren! Jag tycker att det är väldigt intressanta diskussioner.

Dennis Dioukarev (SD): Ni har ju landat i olika slutsatser kring tajmningen för räntehöjningen och gjort olika värderingar av den senaste tidens inflationssiffror, som jag tolkar det.

Jag tycker att det finns anledning att fundera över hur direktionens olika alternativ kring räntebanan förhåller sig till det variationsband som ska signalera osäkerhet inom det intervall där inflationssiffrorna nu de facto har legat. I september uppgick KPI-inflationen till 2,5 procent, och den har de senaste 18 månaderna varierat med plus minus 0,5 procent kring målet, det vill säga inom det intervall som variationsbandet anger och vars syfte när det lanserades ju var att visa allmänheten att inflationen inte alltid kan nås med kirurgisk precision varje enskild månad.

Därför undrar jag: Finns det en risk när inflationen nu har varit uppe och nosat på och över målet att det har skapat en otydlighet bland allmänheten kring syftet med variationsbandet och en större pedagogisk utmaning med kommunikationen än vad man hade initialt?

Stefan Ingves, Riksbanken: Jag tackar för frågan. Hur man ska beskriva detta med penningpolitik är på något sätt en evig fråga, och hur vi pratar om det och de pedagogiska utmaningarna i detta är också en evig fråga.

Vad vi har velat göra när det gäller att beskriva detta är att säga två saker. För det första: Vi har ett inflationsmål på 2 procent. För det andra: Det finns inte en sådan precision i detta när man ska bedöma framtiden så att vi alltid kommer att ligga på exakt 2 procent. Givet att vi gör det vi gör, och även om vi varje morgon stiger upp och siktar mot 2 procent, kommer ändå huvuddelen av inflationsobservationerna över tiden att ligga någonstans inom detta variationsband. Vi använder det till att förklara att målet är 2 procent men att det inte riktigt blir så.

Vi har valt att illustrera det med hjälp av det gråbruna området i den penningpolitiska rapporten. Alternativet hade varit att inte säga någonting och alltid påstå att inflationen blir 2 procent. Men i den värld jag lever i är det så att vad vi än säger kommer att vändas mot mig av någon annan på något sätt, och då har vi varit överens om att detta sätt att illustrera hur penningpolitik fungerar har varit en metod som fungerar någorlunda hyggligt. Om någon kommer fram med en bättre metod för hur vi ska hantera pedagogiken i dessa sammanhang är jag den förste att vara beredd att lyssna. Men det är som sagt en evig spänning mellan precision och hur det egentligen blir, och det är det vi har försökt fänga med detta.

Låt mig vara noga på en punkt. Ibland synes uppfattningen vara eller ha varit att vi nöjer oss med att inflationstakten är var som helst inom detta band. Så är det inte. Vi har ett inflationsmål på 2 procent och strävar hela tiden mot 2 procent, men sedan får vi leva med det faktum att vi i en osäker värld inte riktigt hamnar där. Det är detta vi har försökt att illustrera med detta band. Vi tror att det är bättre att göra så än att inte illustrera osäkerheten på något sätt över huvud taget.

Martin Flodén, Riksbanken: Jag har en liknande bild som den som Stefan redogör för. Det är inte så att jag har en annan syn på hur vi ska använda variationsbandet och att det är därför jag har förespråkat en lite annan penningpolitik.

Jag ser variationsbandet som ett kommunikationsredskap som kan användas för att förklara vad vi kan uppnå med penningpolitiken. Men vi siktar ändå på att inflationen ska bli ungefär 2 procent. Jag säger ungefär 2 procent, för det finns en missuppfattning att vi tycker att det är jätteviktigt att inflationen ligger spikad på 2,00 procent. Men det handlar inte om det och har aldrig handlat om det, utan den väldigt expansiva penningpolitik vi har bedrivit under flera år handlar om att inflationen inte ska ligga långt från inflationsmålet, vilket den mer eller mindre har gjort under en tioårsperiod. Det handlar om det grundläggande förtroendet för att inflationen normalt sett kommer att ligga på 2 procent och att 2 procent ska vara det man utgår från när man sätter priser och förhandlar om löner.

Variationsbandet är alltså bara tänkt att illustrera de rimliga och normala utfallen för inflationen och ska inte påverka hur vi bedriver penningpolitiken.

Det är som sagt inte så att jag har en annan syn på detta och därför har förespråkat en annan penningpolitik.

Jakob Forssmed (KD): Jag har två frågor. Den första handlar om löneökningar, vilket Ulla Andersson tog upp, i relation till den bild som Stefan visade om en avmattning i ekonomin kombinerat med mycket höga bristtal. Det finns skäl att tro att dessa bristtal kommer att bestå under lång tid, och här har politiken givetvis ett ansvar vad gäller att förbättra matchningen med arbetsmarknadsreformer och inte minst bostadsreformer. Men fram till 2020 är det nog svårt att se den typen av effekter, och då går många stora löneavtal ut.

Kan man då förvänta sig en högre löneökningstakt i kombination med en avmattning, och hur påverkar det ert sätt att se på räntepolitiken i detta läge? Det har också bäring på var man befinner sig nu i förhållande till vad man kan göra i nästa läge av utvecklingen. Jag har själv svårt att värdera det och skulle gärna höra hur ni ser på läget här.

Min andra fråga handlar väl just om det där med att vända något mot er vad ni än säger. Det gäller energipriserna, som ni båda har varit inne på. Ni redovisar inflationen med och utan energi och pratar om de volatila effekterna med mera, och det är sjyst och bra. Det blir transparent, och man får en bild av den underliggande inflationen. Men ju mer ni pratar om de två olika måtten, desto större osäkerhet uppstår om vad ni egentligen siktar på. I den reala ekonomin finns energipriserna; de existerar och folk ska betala dem. Vad är till exempel en tillfällig effekt?

Funderar ni själva på om detta skapar en osäkerhet kring vad Riksbanken egentligen siktar på? Vad är det ni mäter mot? Har ni något utvecklingsarbete för att bilägga problemet med de numera rätt stora skillnaderna? Inflationen utan energi kommer ut under förväntningarna medan inflationen inklusive energi ligger väl över 2 procent. Ni har ju båda anfört detta som skäl för hur ni landar i era bedömningar. Jag tycker att detta är klurigt.

Stefan Ingves, Riksbanken: När det gäller lönerna är bristtalen vad de är. I den penningpolitiska rapporten är vår bedömning, rätt eller fel, att arbetslösheten under kommande år kommer att bottna på ungefär den nivå vi ser nu och sedan sakta stiga. Det är så långt penningpolitiken kan ta detta. Resten vad gäller arbetslösheten har att göra med hur arbetsmarknaden fungerar, hur matchningen lyckas och hur man hanterar en lång rad olika frågor inom arbetsmarknaden.

Vi lägger oss inte i nästa avtalsrörelse, utan när vi gör våra prognoser över löneutvecklingen inkluderar det allt. Det handlar inte om vad man kan tänka sig att komma överens om i en avtalsrörelse, utan om det som leder till att lönerna blir högre. Vår bedömning är att löneökningarna under kommande år

landar någonstans kring 3 procent. Det är givet den efterfrågan på arbetskraft som finns i svensk ekonomi och utomlands.

Den andra frågan gällde hur man ska mäta inflationen och vad som är vårt mål. Vårt mål är KPIF, och så har det varit under ganska lång tid. Samtidigt får vi varje gång inflationen rör sig mängder av frågor om varför inflationen rör sig. Då svarar vi på den frågan oavsett om det gäller gurkor, gummistövlar, energipriser eller utrikes resor. Utrikes resor verkar vara det svåraste vad gäller att hantera prognoser. Vi försöker dock efter bästa förmåga att återföra diskussionen till att det är KPIF som gäller.

Denna gång har vi valt att illustrera detta med en lång rad olika inflationsmått på underliggande inflation. Vi har med en hel svärm av sådana mått, och vi beskriver också i vad mån dessa fungerar eller inte. Vissa fungerar dåligt medan andra fungerar bättre. Detta är ett verktyg för att från vår sida på något sätt illustrera vad som finns under motorhuven, alltså vad det är som gör att KPIF rör sig. Det är hela tiden olika variabler som leder till att KPIF rör sig. Vi får alltid frågor på det, och vi förväntas förstå de olika delarna i detta.

Det leder givetvis till en pedagogisk utmaning att å ena sidan plocka med detaljerna, å andra sidan aggregera upp det hela igen till KPIF. Vi återkommer alltid till det grundläggande att det är KPIF som är vår målvariabel, men samtidigt måste vi förstå de underliggande delarna. Detta är något vi hela tiden jobbar med efter bästa förmåga.

Det viktiga här är att vi aldrig hoppar mellan olika mått. Jag skulle vilja påstå att det går tillbaka ända till inflationsmålets begynnelse. Ingen i Riksbanken har hoppat mellan olika typer av index från det ena kvartalet till det andra, utan det har hela tiden varit så att det har varit olika försök att illustrera vad som pågår i svensk ekonomi.

Martin Flodén, Riksbanken: Låt mig kort kommentera detta med lönebildningen och den kommande avtalsrörelsen 2020. Vi har inga synpunkter på var dessa avtal hamnar, men vi vill förstås att man när man går in i avtalsrörelsen, eller för den delen när som helst, litar på vår penningpolitik och på inflationsmålet så att inflationsförväntningen på 2 procent är en utgångspunkt i dessa förhandlingar. Jag ser det som mycket viktigt att vi har detta förtroende. Men i övrigt är det förstås upp till arbetsmarknadens parter att förhandla fram avtalen.

Jakob Forssmed (KD): Jag hakar på detta med energipriserna igen. Riksbankschefen säger att ni har en svärm av olika mått, och det har ni. Men om man som jag har lyssnat på er i många år i olika sammanhang är det inte denna svärm av mått som kommer fram, utan det är energipriserna. Det är inte första gången som de särredovisas eller det hålls diskussioner om just dem, utan de har återkommit vid många tillfällen, på ett annat sätt än utrikes resor eller vad det nu kan vara. Det är i alla fall min bild. De är en stor del av måttet, och det blir uppenbart när denna stora diskrepans uppstår.

Det är bra att ni är tydliga med vad som är ert mått, men ju mer ni pratar om olika saker, desto mer uppstår en osäkerhet kring detta.

Kan man utveckla måtten på något sätt så att detta kan biläggas? Hur ser ni på detta framöver?

Stefan Ingves, Riksbanken: Jag tror att det är en evig fråga, för vilket prisindex man än använder som målvariabel är det ett aggregat av väldigt många olika små komponenter, vilket givetvis är det viktiga. Men samtidigt finns det hela tiden ett stort intresse för de enskilda detaljerna. För egen del tycker jag att det är bättre att svara på frågor om de enskilda detaljerna än att säga: Det svarar jag inte på; jag tittar bara på KPIF. Vi måste ändå försöka förstå hur KPIF utvecklas över tiden.

Det ligger säkert något i din reflektion över att energipriserna har varit och är volatila. Då tilldrar de sig givetvis uppmärksamhet, och då håller vi reda på dem och reflekterar kring det.

Energipriser är också svåra i den meningen att det inte bara är efterfrågeläget i svensk ekonomi eller världsekonomin som styr, utan det kan vara om det regnar eller snöar mycket i Norrland, hur man prissätter utsläppsrätter inom EU eller vad det nu är som råkar vara på tapeten för stunden. Detta gör att dessa priser blir extra svåra att hantera.

Det är ju ganska främmande att driva tesen att svensk penningpolitik ska drivas utifrån i vad mån det regnar mycket eller lite i Norrland, för det blir inte bra det heller.

Vi får göra så gott vi kan.

Mats Persson (L): Min fundering handlar också om det långsiktiga. Särskilt Martin Flodén var inne på att inflationsförväntningarna är det viktigaste; exakt var inflationen hamnar en viss månad är inte det intressanta. Martin Flodén visade en bild på både två- och femårig inflationsförväntan. När jag ser den bilden slås jag av att inflationsförväntningarna ligger tämligen stabilt kring 2 procent. De är ibland 2,2 procent, och för några år sedan var de som lägst 1,7, varefter de stadigt gått upp.

Kan ni resonera lite kring detta? För mig är inflationsförväntningarna på sikt tämligen stabila och har varit så under ganska många år. Eftersom detta är så viktigt för era ställningstaganden och har varit ett av argumenten för den okonventionella penningpolitik ni själva beskriver skulle det vara intressant att höra er reflektera över om ni delar min uppfattning att de har varit tämligen stabila eller huruvida varje tiondel spelar stor roll.

Stefan Ingves, Riksbanken: Det är inte tiondelarna utan lutningen på kurvan, riktningen, som är avgörande. Eftersom penningpolitik rör sig ganska långsamt och det tar många år att vända en trend är det glädjande att femårsinflationsförväntningarna har legat inom detta intervall under ganska lång tid. Det

bygger dock på att Riksbanken svarar upp mot det och bedriver en penningpolitik som är sådan att det är rimligt att tro att man hamnar någonstans i närheten av det.

Samtidigt vet vi från en lång rad andra länder att om man tappar detta ankare och tappar tron på att inflationen kommer att ligga någonstans i närheten av målet får man stora bekymmer.

Men några tiondelar upp eller ned på femårsinflationförväntningarna från den ena månaden till den andra är inte det som driver penningpolitiken, utan det är mer långa trender och långa skeenden som finns här.

När inflationsförväntningarna börjar falla och faller under ett antal år får vi samtidigt en observerad inflationstakt som ligger långt under inflationsmålet. Det är ingen bra kombination, om man skulle argumentera att det inte har varit något. Då löper man just risken att man tappar kopplingen till inflationsmålet. Av detta skäl är det tacksamt att de inte rör sig så mycket.

Men det har rimligtvis också något att göra med penningpolitiken som sådan, för de som bildar dessa förväntningar utgår från att de människor som är satta att sköta Riksbanken vid var tid kommer att bete sig på ett sådant sätt att inflationen kommer att ligga någorlunda i närheten av målet.

Martin Flodén, Riksbanken: Som Stefan säger är det viktigt att man agerar innan förväntningarna och förtroendet är alltför påverkade. Annars är det för sent, och penningpolitiken måste reagera ännu mer kraftfullt. Det är jobbigt att jobba i motvind med penningpolitiken och ha förväntningarna mot sig.

Det högra diagrammet på den bild du hänvisar till visar inte jättestora rörelser, men det var en tydlig trend nedåt. Personligen lägger jag inte så stor vikt vid dessa intervjuundersökningar där vi talar med penningmarknadens aktörer. Det är väl 30–40 personer vi frågar, och ofta har de inte gjort någon ordentlig analys på fem års sikt. Ofta har de en egen prognos på ett och två års sikt där de har tänkt igenom vad som kommer att hända och så svarar de lite slentrianmässigt på fem års sikt.

De som sätter priser och löner i ekonomin kanske inte heller funderar så mycket på vad inflationen är om fem år utan mer på vad som kommer att hända nästa år eller om två tre år.

På många sätt kan man därför hävda att de kortsiktiga inflationsförväntningarna är ännu viktigare än de långsiktiga.

Går vi tillbaka till 2014 och den allmänna debatten i medierna, bland arbetsmarknadens parter och på finansiella marknader var en vanlig kommentar till oss på Riksbanken: Vi tror inte att ni ens försöker få upp inflationen till 2 procent; vi tror att ni är nöjda med 0 procents inflation. År 2015 lät det så här: Vi tror absolut att ni försöker få tillbaka inflationen till 2 procent. Men givet hur världen utvecklas med globalisering, låg inflation i omvärlden, digitalisering och så vidare kan ni glömma att inflationen någonsin blir 2 procent igen; den kommer att vara på 0 eller negativ. Det var tydligt under dessa år att förtroendet för inflationsmålspolitiken var skadat.

Men vi sitter inte bara och tittar på den röda tidsserien, utan vi tar intryck från många olika källor när vi gör denna bedömning av förväntningar och förtroende.

Mats Persson (L): Det är klart att marknadsbedömare eller arbetsmarknadens parter gör en realistisk bedömning av vad det är rimligt att Riksbanken klarar av på två års sikt, och när underliggande inflation ligger på 0 eller 0,5 är det rimligt att göra bedömningen att Riksbanken inte klarar av att få upp inflationen på så kort sikt. Men om man funderar på förtroendet för penningpolitiken långsiktigt torde fem års sikt spela större roll.

Jag tackar för bra svar.

Lars Thomsson (C): Jag har inte lyssnat på dessa dragningar så många gånger. Utgår man från finanskrisen 2008 har förd penningpolitik i huvudsak gått bra. Det har gått lite långsammare än väntat men bra.

I dagsläget är det väldigt många orosmoln i världen, och vi har en penningpolitik som går på turbofart. Vad händer om vi får en global finanskris 2019? Vilka instrument finns kvar att ta till? Vad är ert scenario? Hur tänker Riksbanken?

Stefan Ingves, Riksbanken: För det första ser vi inte framför oss en global finanskris 2019, men om den skulle dyka upp ändå går det, som Martin noterade i sitt inlägg tidigare, att sänka räntan ytterligare.

Vi kan också med kraft använda vår balansräkning. Låt mig reflektera lite grann kring denna tioårsperiod: Vad som hände 2007–2009 var att Riksbankens balansräkning växte från ungefär 200 miljarder till 700–800 miljarder. Sedan försvann alla dessa lån, och vår balansräkning krympte tillbaka. Vi ökade på valutaservisen, för det var nödvändigt givet osäkerheten i Sverige och i den globala ekonomin. Sedan fick vi ett nytt läge när räntan blev negativ och vi började köpa statsobligationer. Detta innebär att Riksbankens balansräkning i dag är ca 900 miljarder. Under denna tioårsperiod har Riksbankens balansräkning alltså använts med kraft för att hantera lite olika lägen, och dessa möjligheter kvarstår givetvis.

Det är givetvis svårt att sia om hur en global finanskris skulle se ut. Men svensk finanssektor har mycket stor upplåning i dollar och euro, och om dessa marknader slutar att fungera tar pengarna slut. Då återupprepas gissningsvis det som skedde 2008–2010 i någon form, det vill säga vi blir lender of last resort i stor skala.

Men själva verktygen – tekniken, hur man går till väga – finns fortfarande, så i det avseendet gör vi rimligtvis det vi förväntas göra under dessa omständigheter, vad de nu kan tänkas vara.

Till skillnad från tidigare episoder har vi slitit med dessa frågor de senaste tio åren, och det är i hög utsträckning samma människor som har jobbat på

Riksbanken under denna period. På det sättet har vi alltså en större vana och erfarenhet i dag av att veta i vilken spak man ska dra och på vilket sätt, rent handgripligt. Det är rimligtvis till mycket stor nytta, för då behöver ingen utsättas för det som inträffade 1992. När jag då sysslade med den svenska finanskrisen och frågade min chefsjurist hur man gör när en bank går i konkurs, svarade han: Jag vet inte, för senast det hände var 1905. Det är inget bra läge att vara i, och i detta avseende är vi i ett mycket bättre läge i dag.

Janine Alm Ericson (MP): Fru ordförande! Jag ska ta upp en fråga som inte har nämnts i dag. I dragningen fanns en bild över osäkerheter framåt, och det är dem vi hela tiden hanterar. Det jag noterade var att klimatförändringarna inte fanns med. Men IPCC:s rapport från häromveckan visar att klimatförändringarna troligtvis kommer att ha större påverkan än vad vi tidigare trodde.

Flera centralbanker har insett att klimatförändringarna också kommer att ha effekt på de finansiella marknaderna och därmed påverka stabiliteten i det finansiella systemet som helhet.

Här har Riksbanken en uppgift, och jag skulle vilja veta hur Riksbankens arbete ser ut för att förstå klimatförändringarna utifrån bankens uppdrag och vilka åtgärder som har vidtagits.

Stefan Ingves, Riksbanken: Bilden har vi med för att fänga osäkerheter i ett konjunkturperspektiv några år framåt. Vi är självfallet medvetna om de stora bekymmer som finns på klimatfronten, men det är inte huvudfrågan på denna bild. Vi är självfallet medvetna om den globala diskussion som pågår i dagsläget, också den diskussion som finns i centralbanksvärlden om hur man ska se på detta med klimatförändringar. Det finns ett antal olika delar i det som är viktiga.

Det är dock viktigt att komma ihåg att centralbankers huvuduppgift inte är att hantera klimatfrågan, utan det är något vi ska förstå, reflektera över och beakta i den mån klimatförändringarna börjar påverka den allmänna ekonomiska utvecklingen.

Vad betyder det i vår vardag om världen blir väldigt annorlunda? Världen kan bli annorlunda ur två perspektiv. Det ena är den allmänna makroekonomiska utvecklingen, och då finner det sin väg in i vårt prognosarbete och våra funderingar om vart världen är på väg. Det andra är att det blir ett element i vårt kunskapsinsamlande när det gäller finansiell stabilitet. Blir klimatförändringarna så stora att de påverkar den finansiella stabiliteten på olika håll i världen måste vi givetvis förstå det, för givet vår roll blir vi ändå förr eller senare sittande med alla problem som uppkommer vad gäller finansiell stabilitet. Därför gäller det att förstå dessa delar.

På ett mycket mindre plan handlar klimatfrågan också om att vi byter lampor och håller reda på sådant i vår egen verksamhet, ungefär på samma sätt som förväntas av alla svenska myndigheter. Men det är förstås en i avseendet mindre fråga.

Det är ungefär så det ser ut, och vi följer detta tillsammans med många andra centralbanker och funderar på i vad mån det kan påverka oss – men hela tiden utan att vi frångår vår huvuduppgift. Det är detta som framgent kommer att vara den svåra balansen.

Martin Flodén, Riksbanken: Janine Alm Ericson hänvisade till andra centralbanker. Riksbankens huvuduppgift är att bedriva penningpolitik. Många andra centralbanker är även övervakningsmyndigheter för de finansiella marknaderna, och än så länge är det framför allt i den rollen de har engagerat sig i dessa frågor. Det handlar om långsiktiga frågor och kanske först och främst finansiell stabilitet på lång sikt som i första rundan påverkar pensions- och försäkringsbolag.

Men vi på Riksbanken driver också ett arbete med finansiell stabilitet och försöker förstå det, så även för oss kommer det att bli en allt viktigare fråga att vi i vårt finansiella stabilitetsarbete har bra koll på denna utveckling och de stabilitetsrisker som kan uppstå. Det är alltså en fråga som vi vet att vi behöver engagera oss ytterligare i.

Förutom att vi förstås har ett eget miljöarbete internt på Riksbanken för vår egen verksamhet har vi på vår forskningsenhet forskning kring kopplingen mellan klimatförändringar och den makroekonomiska utvecklingen. Vi har alltså kompetens inom banken för att förstå detta.

Det här är ett allt viktigare område som vi säkert får anledning att återkomma till i framtiden.

Janine Alm Ericson (MP): Med respekt för att olika centralbanker har lite olika uppgifter när det handlar om finansiell stabilitet, men Riksbanken har del av det även här.

Det låter spännande att denna koppling finns på forskningsenheten, och mitt önskemål är att vi kan få reda på lite mer i detalj hur ni jobbar med dessa frågor och om det finns något samarbete med andra centralbanker, till exempel den franska eller nederländska, som jobbar med dessa frågor, och om ni för denna diskussion internationellt tillsammans med dem.

Ingela Nylund Watz (S): Jag tackar för era föredragningar. Jag hade också tänkt ställa en del frågor kring pris- och lönebildningen, men jag nöjer mig med att bara konstatera att man i det penningpolitiska protokollet ändå kan läsa att Per Jansson tar upp denna fråga ganska tydligt och kopplar ihop resonemangen om att det är bra att inflationsförväntningarna har stabiliserat sig men att pris- och lönebildningen ändå inte verkar takta mot inflationsmålet på 2 procent. Han går till och med så långt att han säger att en något kraftigare löneökningstakt inte skulle vara skadlig för svensk konkurrenskraft. Det skulle vara intressant att höra om ni delar hans uppfattning.

Jag lämnar pris- och lönebildningen därhän, eftersom det har talats ganska mycket om det. I stället tänkte jag ställa en mycket konkret fråga. Det är svårt med kommunikation från Riksbanken. I de två senaste penningpolitiska protokollen har vi i alla fall kunnat konstatera att man flaggar för att vi nu ska gå från denna onormala situation mot en period där räntorna långsamt ska börja höjas. Då är min fråga: Vad gör ni för bedömning när det gäller vad hushållen har för förståelse för detta? Alltså: Vilken är hushållens motståndskraft mot att vi nu går in i en period med höjda räntor?

Stefan Ingves, Riksbanken: Frågan om löneökningar ska kanske främst riktas till Per Jansson för att få hans syn på detta. Men jag har berört den några gånger tidigare här i dag. Det handlar om att jobba med frågan och försöka att bättre förstå varför det synes vara annorlunda nu än vad det har varit tidigare när man mäter efterfrågetryck och på något sätt relaterar efterfrågetryck till löneökningar och inte minst den utländska koppling som finns i detta och, som Martin Flodén helt korrekt påpekade tidigare, en period med svag produktivitetsutveckling. Sedan får man så gott det går försöka förstå dessa variabler.

Den andra frågan gällde hushållen och stigande räntor. Flertalet hushåll har valt att låna till rörlig ränta. Om man tittar på den räntebana som vi har visat här, och om vi får rätt i våra prognoser, kommer räntorna, i och för sig sakta, att stiga under överskådlig tid. Det leder mer eller mindre till att räntenivån fördubblas när det gäller bolån.

Vi har under väldigt lång tid varit mycket noga med att påpeka att det är så, och om man lånar till rörlig ränta slår det rakt in i plånboken. Det är så det svenska systemet har kommit att se ut. Och vi har gång på gång varit väldigt noga med att påpeka att detta också är en risk. Av detta skäl stöder vi i allra högsta grad Finansinspektionen och deras amorteringskrav och annat som de diskuterar när det gäller att hantera detta. Om vi befinner oss i ett läge där räntenivån är ovanligt låg och vi tror på att räntorna så småningom normaliseras, det vill säga att vi får högre räntor, är det väldigt viktigt att alla klarar av det. Mot denna bakgrund är det naturligtvis inte heller fel eller någon nackdel att det ibland finns en diskussion mellan enskilda hushåll och bankerna när man ogillar bankernas krav på räntenivå som man ska klara och som kan ligga på 5, 6 eller 7 procent. Men vi kan inte påstå att det inte kommer att finnas enskilda hushåll som kan komma i kläm. Lånar gör man på eget ansvar. Vi har varit mycket noga med att berätta vad vi tror om räntenivån. Sedan får var och en sitta och räkna vid köksbordet. Har man räknat fel kommer säkert en och annan att få ta konsekvenserna av det.

Martin Flodén, Riksbanken: Den stora risk som vi ser för makroekonomin är inte att hushållen inte ska kunna betala på sina bolån, utan det som först händer är att de får betala mer, att de då drar ned på konsumtionen och att det leder till en allmänt dålig utveckling i svensk ekonomi. Där har vi förstås gjort analyser av vad vi ser framför oss. Vi vet att hushållen i dag har en betydligt högre

skuldsättning än vad de hade tidigare. I Sverige har vi under lång tid haft en bolånemarknad som domineras av rörliga räntor. Så sker i ännu större utsträckning i dag än tidigare. Den direkta plånbokseffekten av en förändring av räntan är därför ungefär dubbelt så stor i dag som den var för 15 år sedan. Det är vi medvetna om, och det har vi stoppat in i våra analyser.

Givet att räntan framöver ökar så långsamt som vi visar i vår ränteprognos är vår bedömning att hushållen kommer att klara av det utan att behöva strama åt konsumtionen alltför mycket. En faktor som bidrar till denna bedömning är att hushållens sparande ligger på en mycket hög nivå. Hushållen både sparar och lånar mycket. Det är förstås i viss utsträckning förstås inte samma hushåll. Vi har dessutom en dålig överblick över vilka hushåll som sparar mycket, eftersom vi inte får tillgång till de data som vi vill kunna se. Detta brukar vi passa på att påpeka när vi är här, eftersom det är ett politiskt beslut om det ska vara möjligt eller inte. Men givet den information som vi har är bedömningen ändå att hushållen är ganska väl rustade för de blygsamma ränteförändringar som vi ser framför oss.

Enligt enkätundersökningar förväntar sig hushållen också att räntan ska stiga framöver. Det ser alltså ut som om de förstår att det är på gång.

Risken är förstås att inflationstrycket ökar alltför mycket, eller att ränteläget rent allmänt globalt börjar stiga och att vi på Riksbanken måste ta hänsyn till det. Vi kan inte bedriva en penningpolitik som bara ska vara inriktad på att ta hand om den grupp av hushåll på marknaden som är högt skuldsatt, utan vi kanske av andra skäl tvingas höja räntan snabbt. Då kan problemen bli mer allvarliga.

Ingela Nylund Watz (S): Jag tackar för svaren, men jag har en liten kommentar som ni möjligen kan svara på. Jag tolkar er ändå som att ni ser det som att Finansinspektionens möjligheter att vidta åtgärder när det handlar om bland annat hushållens skuldsättning är viktiga verktyg för Finansinspektionen att få använda även framdeles.

Stefan Ingves, Riksbanken: Ja, jag stöder Finansinspektionens åtgärder när det gäller dagens diskussion i tidningarna om amorteringskrav. Det är ytterst viktigt att amorteringskraven vidmakthålls.

Ordföranden: Det var tydligt från riksbankschefen. Det var även lite lobbyarbete från Martin Flodén när det gäller data. Det är bra.

Jan Ericson (M): Jag ska återkoppla lite grann till Lars Thomssons frågor om Riksbankens krisberedskap. Det enda vi vet väldigt säkert är att vi inte vet vad som händer i framtiden. Riksbankschefen sa att vi inte förväntar oss någon allvarlig kris 2019. Jag minns hur det var våren 2008. Då förväntade vi oss

inte heller någon allvarlig kris. Men på hösten satt vi med den i knät i alla fall. Det kan alltid hända saker som vi inte har räknat med.

När Martin Flodén visade en bild sa han något mycket intressant, nämligen att räntan ligger nära den nedre gränsen. Det gjorde mig ganska nyfiken. Var ligger den nedre gränsen? Om vi skulle råka ut för en mycket snabb och oväntad kris i omvärlden, vilka muskler har då Riksbanken? Vi fick delvis svar på det när det gäller om det skulle hända någonting lite längre fram – obligationsköp och så vidare. Men om det skulle hända någonting mycket snabbt nu när vi redan ligger på dessa låga nivåer och när Riksbanken redan är en så stor aktör på obligationsmarknaden och så vidare, vad gör man då?

Stefan Ingves, Riksbanken: Vi har en valutaserv, och denna valutaserv har vi dubblat i storlek. Det är mycket viktigt om det blir dåliga tider, därför att pengarna ska tas någonstans ifrån. Dessvärre har världen ändrats när det gäller vår möjlighet att lita till andra centralbanker. I dag är sannolikheten mycket större än tidigare att det blir ett nej om vi skulle behöva hämta dollar någon annanstans. Det är bland annat det som är skälet till att vi har den valutaserv som vi har. Den står till förfogande om det skulle behövas, därför att valutareservförvaltningen bedrivs på ett sådant sätt att vi i princip kan få loss pengarna på tre dagar. Det är naturligtvis ett element i den beredskap som vi har.

När det gäller svenska kronor kan vi alltid ytterligare låna ut på ett eller annat sätt till bankerna eller, även om det är riktigt bekymmersamt, till en större krets låntagare. Då får det ske mot säkerhet, men det behöver inte nödvändigtvis vara säkerhet i statsobligationer. Under krisen var det också på det sättet att en del av den säkerhet som vi fick var bostadsobligationer. Då vidtog vi också en rad olika andra åtgärder; till exempel hade vi ett program som aldrig egentligen kom att användas. Då hade vi accepterat företagscertifikat som säkerhet för utlåning till banker i akt och mening att dessa pengar naturligtvis skulle finna sin väg till företagssektorn.

Under riktigt svåra kriser tenderar det att bli så att Riksbanken är bankernas bank. Då utnyttjar man det maximalt. Det är det som händer. Men det går inte att i förväg säga exakt vad man gör och varför, därför att det helt och hållet beror på vad som sker.

Det som är viktigt för vår del är att vi har ordning på datasystem och att vi har ordning på kunskapen, så att det inte är en teoretisk fiktion att resonera om i vilken spak man ska dra utan att man också så att säga har den fysiska kunskapen att göra detta.

Därutöver deltar vi tillsammans med andra i återkommande krisövningar. En bit in på nästa år kommer det att vara en stor nordisk-baltisk krisövning som vi aktivt kommer att delta i. I denna krisövning deltar både centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansdepartement. Det har faktiskt tagit flera år att planera detta.

Det svåra när man gör krisövningar är naturligtvis att få deltagarna att hamna i det sinnessillstånd som råder när det är en riktig kris. Men det är bättre

med krisövningar jämfört med att aldrig över huvud taget tänka igenom hur det skulle kunna tänkas bli. Det är den beredskap som vi har i dagsläget. Då talar jag om system, människor, juridik och teknik för att se till att vi kan göra det som behövs.

Martin Flodén, Riksbanken: Jag ska bara fylla i lite grann och dessutom försöka svara på frågan om den nedre gränsen när det gäller hur långt vi kan sänka räntan. Vår bedömning är att det inte finns en hård sådan gräns, utan det är en gradfråga. Ju mer vi sänker räntan från där vi befinner oss nu, desto sämre kommer förmodligen genomslaget att bli i fråga om det som vi vill uppnå och framför allt påverka andra räntor – utlåningsräntor till hushåll och företag – och desto större kommer olika negativa sidoeffekter att bli i ekonomin. Det går alltså att sänka räntan mer, men då får man bedöma om det är meningsfullt eller inte.

Blir det en ny finanskris liknande den 2008 är det som man vill göra, precis som Stefan Ingves sa, kanske i första hand mer räddningsåtgärder och att förse marknaderna med väldigt mycket likviditet. Där har vi fortfarande väldigt mycket muskler kvar.

När det gäller andra saker som handlar mer om att stimulera ekonomin i övrigt – konjunkturstabilisering – har vi köpt en stor del av de utestående nominella statsobligationerna. Men som centralbank kan man köpa annat än statsobligationer. Tittar man på vad andra centralbanker har gjort sticker vi ut lite grann som bara har köpt statsobligationer. Många andra centralbanker har fokuserat mer på att köpa betydligt mer riskabla tillgångar. Vad man vill göra är en helt annan fråga. Det kommer att bero på vilken sorts kris som man har hamnat i.

Dessutom, vilket jag tycker är viktigt att påpeka, är det inte bara Riksbanken och penningpolitiken som ska bidra till konjunkturstabilisering. Där tillkommer även finanspolitiken. Åtminstone jämfört med andra länder har vi i Sverige mycket starka offentliga finanser och ganska gott om utrymme att agera med finanspolitiken, vilket i och för sig kanske förutsätter att det finns en regering som kan bedriva finanspolitiken. Men det finns det nog snart.

Ordförande: Därmed ska jag avsluta denna utfrågning. Vi uppskattar mycket att ni har kommit hit och gett era inledningar och svarat på våra frågor. Det har varit mycket bra diskussioner. Vi tackar för detta tillfälle och hälsar er välkomna åter vid ett senare tillfälle. Detta är en stående punkt i finansutskottet och i riksdagen som vi uppskattar mycket.

BILAGA

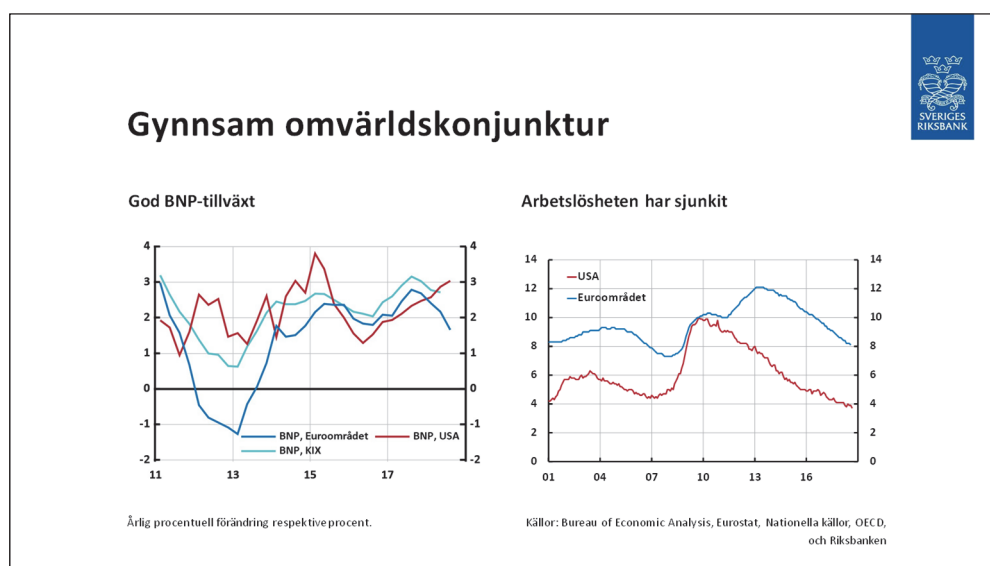
Bilder från utfrågningen





Stefan Ingves
Riksbankschef

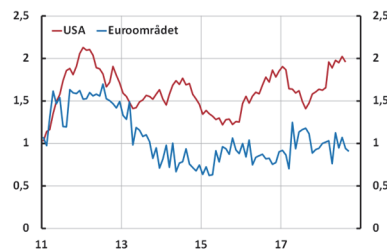






USA ligger först i konjunkturcykeln

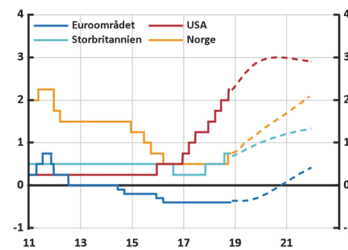
Underliggande inflation måttlig i euroområdet



Underliggande inflation i euroområdet mäts som MRP exklusive livsmedel, tobak, alkohol och energi. USA mäts som PCE exklusive livsmedel och energi.

Räntor avser fed funds rate för USA, bank rate för Storbritannien, sight deposit rate för Norge samt deposit för euroområdet. Streckade linjer visar terminsrentorna för förväntad dagglänsanta för 2018-11-05. Gul streckad linje avser Norges banks styrränteprognos från 20 september 2018.

USA ligger före i räntehöjningscykeln



Källa: Bureau of Economic Analysis Eurostat, nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

Osäkerhet kring omvärldsutsikterna



Hållbarheten för offentliga finanser i Italien

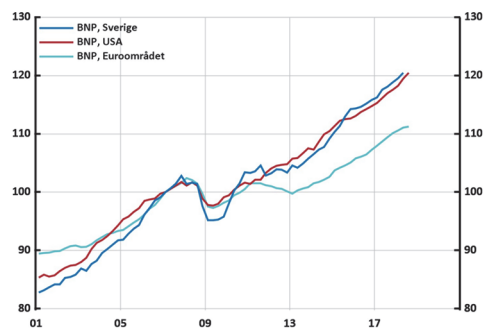
Upptäppt handelskonflikt mellan USA och Kina

Brexit

Oroligt i en del tillväxtekonomier, ex. Turkiet och Argentina



Svensk ekonomi har vuxit snabbt jämfört med omvärlden



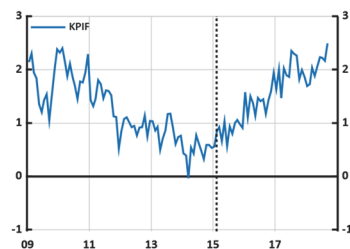
BNP i nivå. Index, 2007 kv1 = 100, säsongrensad data

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Expansiv penningpolitik har bidragit



KPIF-inflationen återhämtat sig



Inflationsförväntningarna tillbaka vid 2 procent

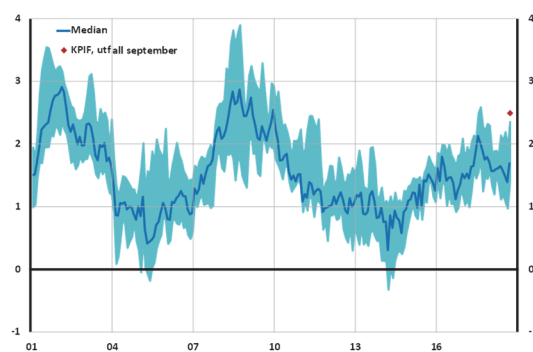


Årlig procentuell förändring. Vertikal streckad linje indikerar när negativ reporänta infördes och köp av statsobligationer inleddes. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer, medel.

Källa: SCB och TNS Sifo Prospera



Måttligt inflationstryck



Årlig procentuell förändring. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Linjen visar medianen av dessa mått.

Källor: SCB och Riksbanken

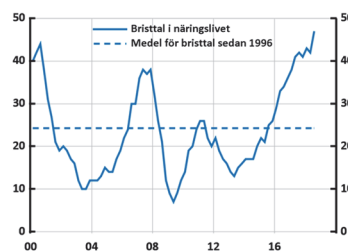


Stark svensk konjunktur

Lugnare BNP-tillväxt...



...men högt tryck på arbetsmarknaden



Årlig procentuell förändring för BNP-tillväxt. För bristtal visas andelen företag som svarat ja på en fråga om det råder brist på arbetskraft.

Källor: SCB, Riksbanken och Konjunkturinstitutet

Inflationen nära målet, energipriser drar upp



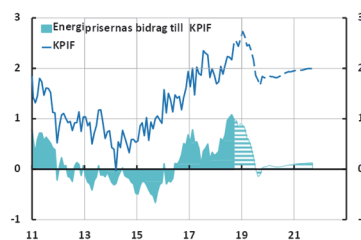
Goda förutsättningar för en inflation nära
2 procent

Fortsatt god svensk konjunktur

Stigande kostnadstryck

Inflationsförväntningar vid 2 procent

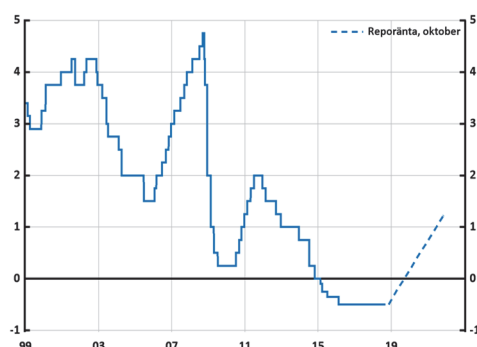
Gradvis högre inflationstryck i omvärlden



Anm. Årlig procentuell förändring.

Källor: SCB och Riksbanken

Om inflationsutsikterna står sig, snart lämpligt höja räntan i långsam takt



Procent

Källa: Riksbanken

Utmaningar kvarstår...



Inflationstrycket har varit lågt länge



Trots högkonjunktur - svårt för vissa få fäste på arbetsmarknaden



Svårt få bostad där jobben finns



Hushållens skuldsättning långvarigt problem





**Utfrågning om
penningpolitiken**

Riksdagens finansutskott
8 november 2018

SVERIGES RIKSBANK



Martin Flodén
Vice riksbankschef



Är det dags att höja räntan?

- Alltför låg inflation under lång tid
 - Försvagat förtroende för inflationsmålet
 - Pris- och lönebildningen påverkad
 - Ingen självklarhet att inflationen då återvänder till målet
- Penningpolitiken har behövt fokusera på att återställa förtroendet
 - Räntan nära den nedre gränsen



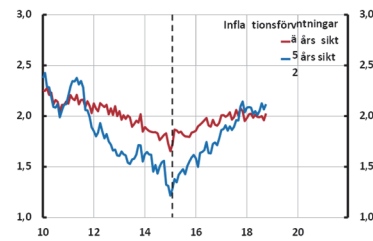


De penningpolitiska utmaningarna har avtagit

Inflationen nära målet



Förtroendet för inflationsmålet är starkare



Årlig procentuell förändring. Inflationsförväntningarna avser medelvärde för penningmarknadens aktörer. Vertikal linje indikerar när negativ reporänta infördes och köp av statsobligationer inleddes.

Källor: SCB och TNS Sifo Prospera



Är det dags att höja räntan?

- Alltför låg inflation under lång tid
 - Försvagat förtroende för inflationsmålet
 - Pris- och lönebildningen påverkad
 - Ingen självklarhet att inflationen då återvänder till målet
- Penningpolitiken har behövt fokusera på att återställa förtroendet
 - Räntan nära den nedre gränsen
- De penningpolitiska utmaningarna har avtagit
- Möjligt att nu ta ett steg bort från den mest expansiva penningpolitiken



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

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

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2016/17
2016/17:RFR1	TRAFIKUTSKOTTET It-infrastrukturen – i dag och i framtiden	
2016/17:RFR2	CIVILUTSKOTTET Uppföljning av den nya fastighetsmäklarlagen	
2016/17:RFR3	FINANSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 27 september 2016	
2016/17:RFR4	UTBILDNINGSUTSKOTTET Forskarskolor för lärare och förskollärare – en uppföljning av fyra statliga satsningar	
2016/17:RFR5	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 15 november 2016	
2016/17:RFR6	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Socialförsäkringsutskottets offentliga utfrågning om Finsams fortsatta utveckling - nästa steg	
2016/17:RFR7	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Uppföljning av systemet med överlåtbara fiskerättigheter i det pelagiska fisket	
2016/17:RFR8	SKATTEUTSKOTTET OCH NÄRINGSUTSKOTTET Konkurrenskraften hos svenska multinationella företag i ljuset av nya regler inom internationell beskattning	
2016/17:RFR9	CIVILUTSKOTTET Civilutskottets offentliga utfrågning om marknadsföring i sociala medier	
2016/17:RFR10	NÄRINGSUTSKOTTET Uppföljning av handlingsplanen för kulturella och kreativa näringar 2010–2012	
2016/17:RFR11	SKATTEUTSKOTTET Skatteutskottets seminarium om Skattereformen 25 år – dess historia och framtid	
2016/17:RFR12	KULTURUTSKOTTET Statens idrottspolitiska mål – en uppföljning med inriktning på barn och ungdomar	
2016/17:RFR13	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 14 mars 2017	
2016/17:RFR14	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets offentliga utfrågning om kompetensförsörjningen inom hälso- och sjukvården	
2016/17:RFR15	KULTURUTSKOTTET Offentlig utfrågning om framtidens public service	
2016/17:RFR16	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om ett ökat kollektivt resande för framtiden	

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2016/17
2016/17:RFR17	CIVILUTSKOTTET Offentlig utfrågning Riktvärden för trafikbuller	
2016/17:RFR18	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om åtgärder för lägre sjukfrånvaro och om hanteringen av regionala skillnader i sjukförsäkringen	
2016/17:RFR19	FINANSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport 2017	
2016/17:RFR20	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om it-infrastrukturen – i dag och i framtiden	
2016/17:RFR21	NÄRINGSUTSKOTTET Näringsutskottets offentliga utfrågning om framtidens innovations- och entreprenörsklimat	
2016/17:RFR22	FINANSUTSKOTTET Finansutskottets offentliga utfrågning om den finansiella stabiliteten den 13 juni 2017	
2016/17:RFR23	KULTURUTSKOTTET Kulturutskottets seminarium om statens idrottspolitiska mål med inriktning på barn och ungdomar	
2016/17:RFR24	SKATTEUTSKOTTET Skatter som drivkrafter för företags lokalisering	

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2017/18
2017/18:RFR1	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksrevisionen - en del av riksdagens kontrollmakt	
2017/18:RFR2	ARBETSMARKNADSUTSKOTTET Vägen till arbete för unga med funktionsnedsättning – en uppföljning och utvärdering	
2017/18:RFR3	FINANSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om den aktuella penningpolitiken 28 september 2017	
2017/18:RFR4	CIVILUTSKOTTET Civilutskottets offentliga utfrågning om barns skuldsättning	
2017/18:RFR5	SOCIALUTSKOTTET Samordnad individuell plan (SIP) – en utvärdering	
2017/18:RFR6	NÄRINGSUTSKOTTET Näringsutskottets offentliga utfrågning om internationell handel	
2017/18:RFR7	KULTURUTSKOTTET Offentlig utfrågning om framtidens spelpolitik	
2017/18:RFR8	FINANSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om finansiell stabilitet och makrotillsyn den 23 januari 2018	
2017/18:RFR9	ARBETSMARKNADSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om vägen till arbete för unga med funktionsnedsättning – en uppföljning och utvärdering	
2017/18:RFR10	SOCIALUTSKOTTET Personlig assistans – effekter av rättsutvecklingen	
2017/18:RFR11	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Forskarhearing om nya svenskar och demokratin	
2017/18:RFR12	FINANSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 6 mars 2018	
2017/18:RFR13	TRAFIKUTSKOTTET Fossilfria drivmedel för att minska transportsektorns klimatpåverkan – flytande, gasformiga och elektriska drivmedel inom vägtrafik, sjöfart, luftfart och spårbunden trafik	
2017/18:RFR14	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om konkurrens på lika villkor inom luftfarts- och åkerinäringarna	
2017/18:RFR15	UTBILDNINGSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om trygghet och studiero i skolan	
2017/18:RFR16	TRAFIKUTSKOTTET Järnvägstunnlar och skogsbilvägar – en uppföljning av klimatanpassningsåtgärder för infrastruktur	
2017/18:RFR17	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2017	
2017/18:RFR18	FÖRSVARsutskottet Försvarsutskottets offentliga utfrågning om cybersäkerhet	

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2017/18
2017/18:RFR19	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2018	
2017/18:RFR20	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Regeringens resultatredovisningar i ett 20-årigt perspektiv – utgiftsområde 8 Migration	
2017/18:RFR21	Seminarium om Agenda 2030	
2017/18:RFR22	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning med anledning av Riksrevisorenas årliga rapport 2018 och Riksrevisionens uppföljningsrapport 2018	
2017/18:RFR23	KULTURUTSKOTTET Öppet seminarium om Efter #metoo – hur går vi vidare?	
2017/18:RFR24	UTBILDNINGSUTSKOTTET Studie- och yrkesvägledning i grundskolan och gymnasieskolan – en uppföljning	
2017/18:RFR25	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om fossilfria drivmedel för att minska transportsektorns klimatpåverkan	
2017/18:RFR26	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om anpassning av väg och järnväg till ett förändrat klimat	