

Penningpolitiskt protokoll

APRIL 2013

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 16 april beslutade Riksbankens direktion att låta reporäntan ligga kvar på 1,0 procent och att justera ned reporäntebanan. Först under andra halvåret 2014 väntas reporäntan långsamt höjas.

Vid mötet konstaterades att återhämtningen i ekonomin väntas ske gradvis och att arbetsmarknaden förbättras under nästa år. Allt fler indikatorer, i form av både så kallade mjuk- och hårddata, stödjer bilden av att tillväxtutsikterna förbättras både i Sverige och i delar av omvärlden. Inflationstrycket är lågt. Det bedöms nu ta längre tid innan inflationen stiger, och KPIF-inflationen når 2 procent först under 2015. Samtidigt finns tecken på att bostadspriserna ökar snabbare och det bidrar till att prognosen för hushållens skulder är uppreviderad. De största förändringarna jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari rör inflationen framöver och utvecklingen av hushållens skulder.

Direktionen var enig om att penningpolitiken behöver vara mer expansiv mot bakgrund av den låga inflationen. En majoritet i direktionen ansåg samtidigt att den höga skuldsättningen hos hushållen är någonting som penningpolitiken behöver beakta. Stigande skuldsättning bedöms öka riskerna för kraftigt stigande arbetslöshet och långvariga svårigheter att uppnå inflationsmålet på sikt.

En majoritet på fyra ledamöter bedömde därmed att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent till andra halvåret 2014, ungefär ett år längre än vad som antogs i den penningpolitiska rapporten i februari. Den förda penningpolitiken bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen och inflationen samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme för en lägre reporäntebana och de förespråkade en sänkning av reporäntan till 0,75 respektive 0,50 procent och lägre räntebanor för att KPIF-inflationen skulle nå målet på 2 procent snabbare, samtidigt som arbetslösheten snabbare skulle komma närmare en långsiktigt hållbar nivå. De bedömde att dessa lägre räntebanor skulle leda till mycket små ökningarna i hushållens skuldkvot och inte märkbart påverka eventuella risker förenade med hushållens skulder.

På mötet diskuterades också reporäntans framtida utveckling. Skulle räntan behöva ändras den närmsta tiden är det något mer sannolikt att den sänks än att den höjs, vilket hänger samman med det låga inflationstrycket och den fortsatt osäkra utvecklingen i euroområdet. Direktionen diskuterade även omvärldsutvecklingen, både risken för en sämre utveckling men också möjligheten till en bättre. Ledamöterna lyfte frågan om kronan och dess betydelse för svensk ekonomi och inflationen, samt huruvida penningpolitiken bör beakta risker med hög skuldsättning. Diskussionen kretsade även kring hur mycket penningpolitiken kan påverka arbetslösheten och skuldkvoten.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2013-04-16
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Karolina Ekholm
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Barbro Wickman-Parak
Lars E.O. Svensson

Hanna Armelius
Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Kerstin Hallsten
Mia Holmfeldt (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Anna Lidberg
Tomas Lundberg
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Maria Sandström (§ 1)
Lena Strömberg
Åsa Sydén
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti
Anders Vredin
Veronica Wahlberg (§ 1)

Det antecknades att Hanna Armelius och Anna Lidberg skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1,2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Maria Sandström från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling i Sverige och i euroområdet vad gäller krisåtgärder i Europas problemländer och priset på kreditrisk för banker och stater.

Veronica Wahlberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i februari har statsräntor i Sverige, Tyskland, USA och Japan sjunkit, samtidigt som börserna har stigit. De senaste dagarna har börsindex emellertid fallit tillbaka något, bland annat som en effekt av svagare än väntad kinesisk statistik. Den svenska kronan mätt med KIX har stärkts med cirka 2 procent sedan februari. Enligt såväl marknadsprissättning som enkätsvar och marknadsanalyser väntas reporäntan lämnas oförändrad vid dagens möte. En första räntehöjning från dagens nivå väntas inte förrän under andra halvåret 2014.

Christina Nyman, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet av direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 18 mars, samt 3 och 8 april. På ett möte med direktionen den 11 april diskuterades texten i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Sammantaget har ny information som inkommit sedan det penningpolitiska mötet i februari varit i stort sett i linje med den bedömning som gjordes då.

Förtroendeindikatorer i omvärlden har generellt förbättrats, förutom i euroområdet som har visat tecken på en något sämre utveckling än väntat. Sammantaget väntas dock den successiva återhämtningen i omvärlden fortsätta. Trots de fortsatta problemen i euroområdet har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit relativt stabil, med hittills begränsade spridningseffekter av den osäkra valutgången i Italien och problemen i Cypern. För svensk del var BNP-siffran för det fjärde kvartalet 2012 svag, men något bättre än väntat, och indikatorer för inledningen av 2013 tyder på en gradvis återhämtning även i Sverige. Stämningläget bland hushåll och företag har förbättrats de senaste månaderna. Konsumtionen utvecklades starkt mot slutet av förra året och har följts av stigande detaljhandel under innevarande år.

Nya beräkningsmetoder från SCB innebär att arbetslöshetsnivån har reviderats upp och att sysselsättningen har reviderats ned sedan 2010. Arbetsmarknadsstatistiken har dock varit stark i både januari och februari och såväl arbetslöshet som sysselsättning är i linje med bedömningen i februari. Indikatorer på arbetsmarknaden tyder på att den kommer att fortsätta att utvecklas stabilt framöver. KPI-inflationen i mars var i linje med prognosen, medan KPIF-inflationen, som avser KPI med fast bostadsränta, var lite högre än väntat.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk uppföljning visar att BNP-tillväxten väntas bli dämpad under första halvåret 2013 för att normaliseras under andra halvåret. Arbetslösheten och sysselsättningsgraden väntas vara kvar på nuvarande nivåer året ut. Inflationstrycket bedöms bli lågt det närmaste året, men stiger därefter i takt med att konjunktoren förstärks. Hushållens skulder ökar snabbare framöver jämfört med i tidigare bedömning. Det väntas ta längre tid för inflationen att nå målet på grund av nya bedömningar av hur snabbt företagen för över kostnader till konsumenterna och växelkursens utveckling. KPIF-inflationen väntas nå 2 procent i början av 2015. Den årliga förändringstakten i KPI kommer att vara svagt negativ under större delen av året, vilket till stor del kan förklaras av att hushållens kostnader för boende i egna hem sjunker. Ökningstakten i KPI väntas uppgå till cirka 2 procent i slutet av 2014 och nå cirka 3 procent i slutet av prognosperioden.

Nyman konstaterade vidare att den statistik som kommit in de allra senaste dagarna från USA och Kina varit relativt svag. Det var dock delvis väntat och ändrar därmed inte prognosen för omvärlden som helhet.

Reporäntebanan har mot bakgrund av den lägre inflationsprognosen justerats ned och reporäntan väntas nu vara oförändrad på 1 procent fram till andra halvåret 2014, och stiger därefter successivt till 2,5 procent i början av 2016. Denna räntebana bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen så att inflationen når målet, men tar samtidigt hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning. Skulle reporäntan behöva ändras den närmaste tiden är det något mer sannolikt att den sänks än att den höjs, vilket hänger samman med det låga inflationstrycket och den fortsatt osäkra utvecklingen i euroområdet.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att hänvisa till några diagram som han hade tagit med sig. I det första diagrammet, diagram 1, visas inflationen i februari 2013 för ett antal länder mätt med HIKP, så att den blir jämförbar mellan olika länder. Av diagrammet framgår att inflationen i Sverige, markerad med röd stapel, är bland de allra lägsta. Den gröna stapeln visar vad inflationen kunde ha varit om man hade fört en mer expansiv penningpolitik från och med juni 2010, enligt en analys som Svensson gjort. I diagram 2 visas arbetslösheten i dessa länder, där Sverige med röd stapel ligger högt med en arbetslöshet på 8,2 procent. Av Europas avancerade ekonomier som inte är i direkt kris är det bara Frankrike som har högre arbetslöshet. Den gröna stapeln visar den arbetslöshet, nära 7 procent, som man kunde fått med en mer expansiv penningpolitik från juni 2010.

Svensson presenterade sedan denna analys i diagram 3, som visar resultatet av ett kontrafaktiskt experiment som han hade refererat till vid det förra penningpolitiska mötet

och som han utförligare hade beskrivit i sin reservation till Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2012.¹ Experimentet bygger på Svenssons egna beräkningar. I det kontrafaktiska experimentet hålls styrräntan på 0,25 procent från 2010. Svensson hade uppdaterat experimentet med SCB:s nya revidering av arbetslösheten. Den säsongjusterade arbetslösheten är för närvarande 8,2 procent. Med en mer expansiv penningpolitik kunde den varit neråt 7 procent. Svensson påpekade att siffrorna förstås var osäkra, men framhöll att de inte var mer osäkra än andra alternativscenarier som görs med liknande standardmetoder.

Svensson refererade till konsekvenserna för hushållens skuldkvot i experimentet som han nämnt tidigare, nämligen att skuldkvoten hade blivit ungefär 3 procentenheter högre med den mer expansiva penningpolitiken, vilket innebär 177 procent av disponibel inkomst istället för nuvarande 174 procent. Detta visades i det nedersta vänstra fältet i diagram 3. Det viktiga, menade Svensson, var inte de exakta siffrorna utan att effekten på skuldsättningen av styrräntan var så liten. Han påpekade att siffrorna låg i linje med en omfattande forskning och utredning av ämnet – inklusive uppsatser ur Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden – som Svensson hänvisat till i protokollet från det penningpolitiska mötet i februari och i sin reservation till Redogörelse för penningpolitiken 2012.² Dessutom, enligt denna omfattande forskning, har det visat sig att styrräntan inte har någon effekt på skuldkvoten på längre sikt, eftersom bostadspriser och skuldkvoten bestäms av förhållanden som penningpolitiken vid låg och stabil inflation inte kan påverka, till exempel den långa reala bolåneräntan efter skatt.

Svensson konstaterade att för att tycka att det faktiska utfallet var bättre än det kontrafaktiska måste man alltså hävda att ungefär 3 procentenheter högre skuldkvot medför så mycket större risker för framtida inflation, arbetslöshet eller finansiell stabilitet att detta var värt kostnaden av att i dagsläget ha en inflation långt under målet och en arbetslöshet som var ungefär 1,2 procentenheter högre. Svensson trodde att de flesta skulle hålla med om att en så liten ökning av skuldkvoten omöjligt märkbart skulle kunna påverka eventuella risker förenade med hushållens skuldsättning. Han konstaterade dock att direktionens majoritet inte verkade hålla med om det.

Svensson framhöll att Riksbanken ju ska, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Som betonas senast i Vårpropositionen 2013 är målet för regeringens

¹ Svensson, Lars E.O. (2013), "Reservation mot Redogörelse för penningpolitiken 2012", protokollsbilaga B till Direktionens protokoll nr 7, 2013-03-19

http://www.riksbank.se/Documents/Protokollsbilagor/Direktionen/2013/probil_dir_B_130319.pdf

² Sveriges riksbank (2012), "Penningpolitiskt protokoll februari 2013", www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2011), "Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden", www.riksbank.se.

ekonomiska politik full sysselsättning. Vårpropositionen talar också om en tydlig motvind som gör att återhämtningen i Sverige efter den globala finans- och skuldskrisen hålls tillbaka. Svenssons hävdade att Riksbanken tyvärr bidrog till denna motvind, genom att den i praktiken har kommit att åsidosätta såväl prisstabilitetsmålet som syftet att uppnå hög sysselsättning och därigenom kommit att motarbeta regeringens mål om full sysselsättning. Detta i ett, enligt Svenssons mening, verkningslöst och missriktat försök att begränsa hushållens skuldsättning. Han förklarade att det var mot bakgrund av dessa omständigheter som han kallat penningpolitiken de senaste åren för ett stort och tydligt misslyckande.

Svensson påpekade att när det gäller skuldsättningen brukade det sägas av direktionens majoritet att när ingen annan myndighet gör något måste Riksbanken agera. Vid en närmare granskning verkade det dock som att Riksbankens strama penningpolitik sedan juni 2010 när det gäller skuldsättningen varit ett kraftigt slag i luften, eftersom skuldsättningen enligt Svenssons beräkningar bara blivit ungefär 3 procentenheter mindre än vad den skulle ha varit med en lägre ränta. Däremot har det varit ett kraftigt slag som träffat svenska folket, i form av högre arbetslöshet och lägre inflation. Regeringen och Finansinspektionen har däremot agerat och genomfört eller aviserat effektiva åtgärder, nämligen bolånetaket (som har tydlig effekt enligt Finansinspektionens bolånerapporter 2012 och 2013), skärpta kapitalkrav för systemviktiga banker, höjda riskvikter på bolån och en noggrann granskning av bolånemarknaden och bolånetagarna i Finansinspektionens bolånerapporter 2012 och 2013. Bankerna har också bidragit med noggrann kreditprövning och genom att följa rekommendationen om bolånetaket, enligt Finansinspektionens bolånerapporter.

Svensson förespråkade, liksom vid det förra penningpolitiska mötet, en betydligt lägre räntebana än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Liksom vid det förra mötet ansåg Svensson att uppföljningens prognoser för utländska styrräntor och omvärldens tillväxt var överdrivet höga. Svensson ansåg att inflationstrycket förmodligen fortfarande överskattades i prognosen, trots att inflationsprognosen skiftats ner betydligt jämfört med prognosen vid det förra penningpolitiska mötet. Svensson påpekade att Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet till exempel hade betydligt lägre inflationsprognoser, där KPIF-inflationen inte kommer upp till 2 procent förrän 2017, trots att den räntebana som de antar ligger lägre.

Han hävdade också att även om man skulle acceptera alla antaganden i utkastet till penningpolitisk uppföljning skulle en lägre räntebana än huvudscenariots ge en bättre måluppfyllelse för KPIF-inflationen och arbetslösheten. Han hänvisade till diagram 4, som visar huvudscenariot och prognoser för alternativa räntebanor med hjälp av Riksbankens modell Ramses. Slutsatsen gällde, enligt Svensson, även om man skulle anta att inflationen och arbetslösheten reagerade långsammare på ränteändringar än i Ramses.

Om reaktionen skulle vara långsammare skulle det, liksom tidigare, vara ett argument för en större och tidigare räntesänkning, inte för en mindre och senare räntesänkning.

I det nedre vänstra fältet i diagram 4 hade Svensson lagt in effekten på skuldkvoten enligt de nyckeltal han nämnt vid det förra penningpolitiska mötet, att en procentenhet lägre styrränta under fyra kvartal ger ungefär 1 procent högre skuldkvot, ungefär 1,7 procentenheter med en skuldkvot på omkring 170 procent av disponibel inkomst, inom ett par år. Då ger 0,25 procentenheters lägre styrränta ungefär 0,4 procentenheter högre skuldkvot. Svensson påpekade att detta var så litet att det knappt syntes i diagrammet.

Svensson betonade att det viktiga för valet mellan olika räntebanor när det gäller skuldsättningen är skillnaden mellan motsvarande prognoser för skuldkvoten, inte på själva nivån på prognoserna. Om skillnaderna är små är rimligtvis skillnaderna i risker också små. Då spelar inte skuldkvoten någon roll för valet mellan räntebanorna, oavsett om man oroar sig för skuldkvoten eller inte.

Svensson ansåg vidare, som vid tidigare penningpolitiska möten, att en prognos för utländska styrräntor i enlighet med terminsräntor (den grå linjen i diagram 5) var en mer realistisk prognos för utländska styrräntor i nuläget än huvudscenariots prognos (den gula linjen). Han påpekade att skillnaden visserligen var mindre än tidigare, men att det fortfarande fanns ett tekniskt antagande enligt vilket de utländska styrräntorna antogs stiga bortom prognoshorisonten (den visades inte i diagram 5 men syns i motsvarande diagram från det penningpolitiska mötet i september 2012).³ Svensson menade att detta sammantaget gav argument för en betydligt lägre räntebana, som visas i diagram 6. Under antagande om utländska styrräntor enligt terminsräntor visade diagram 6 KPIF- och arbetslöshetsprognoser för huvudscenariots räntebana och en lägre räntebana. Lägre utländska styrräntor enligt terminsräntorna ger för huvudscenariots räntebana en större räntedifferens mellan räntebanan och utländska räntor, en starkare krona, en lägre inflationsprognos, lägre export och en högre arbetslöshetsprognos (de röda kurvorna i de två högra fälten i diagrammet). Den lägre räntebanan ledde till klart bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet (de blå kurvorna i de högra fälten).

Svensson hade också lagt in en bedömning av effekten på skuldkvoten av lägre omvärldsräntor i det nedre vänstra fältet i diagram 6, beräknad i linje med de nyckeltal han nämnt tidigare. Skuldkvoten skulle enligt dessa beräkningar bli ungefär 2 procentenheter högre vid prognosperiodens slut, alltså ungefär 180 procent istället för 178. Svensson hade svårt att se att detta skulle medföra någon märkbar ökning av eventuella risker förenade med skuldkvoten även om skuldkvoten skulle stiga något mer. Belåningsgraden skulle dessutom falla något och bruttosoliditeten öka något. Detta eftersom bostadspriserna skulle stiga för alla bostäder men lånen öka bara för nya

³ Sveriges riksbank (2012), "Penningpolitiskt protokoll september 2012", www.riksbank.se.

låntagare. Han framhöll att på lång sikt skulle det inte bli någon effekt på skuldkvot, belåningsgrad eller bruttosoliditet.

Mot bakgrund av detta förordade Svensson en sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,5 procent och sedan en räntebana på 0,25 procent från och med tredje kvartalet 2013 till och med tredje kvartalet 2014 och sedan en uppgång till 1,5 procent vid prognosperiodens slut. En sådan räntebana skulle ge en prognos för KPIF-inflationen som var närmare inflationsmålet och en prognos för arbetslösheten som var närmare en långsiktigt hållbar nivå. Den utgjorde därför, enligt Svensson, en bättre avvägd penningpolitik. Han menade att denna lägre räntebana kanske skulle öka hushållens skuldkvot med ett par procentenheter inom ett par år, men inte på lång sikt. Den skulle därmed inte märkbart påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att utvecklingen både i omvärlden och i Sverige var i linje med vad som förväntades förra gången. Hon såg därför ingen uppenbar anledning till att revidera prognosen av det skälet. Möjligen kan den information som kommit under den senaste tiden uppfattas som sämre än väntat när det gäller omvärlden, och lite bättre än väntat när det gäller Sverige. Men i stort sett är utsikterna ungefär desamma. Ekholm noterade att det som har lett till en ganska betydande revidering av prognosen är en genomgång av Riksbankens egen inflationsprognos, vilket har medfört en ny bedömning där inflationstrycket har reviderats ned. Genom detta är Riksbanken nu mer i linje med andra prognosmakare, som inte har trott på en snabb uppgång av inflationen till 2 procent.

Riksbankens tidigare prognos utgick ifrån att inflationen mätt som KPIF exklusive energi skulle öka snabbare än enhetsarbetskostnaderna framöver. Detta var en bedömning som bland annat motiverades av observationen att enhetsarbetskostnaderna ökat mer än prisnivån sedan en tid tillbaka, vilket borde leda till fallande vinstmarginaler. Dessa kan företagen behöva återställa när konjunkturen förbättras. Nu utgår prognosen från att priserna på lite sikt ökar i ungefär samma takt som enhetsarbetskostnaderna, vilket implicerar att företagen antas absorbera en del av de kostnadsökningar som har skett i vinstmarginalerna. Ekholm tyckte att det verkade vara ett rimligt antagande, som också får stöd i flera av Riksbankens prognosmodeller. Hon ställde sig bakom denna revidering liksom prognosen för utsikterna för svensk ekonomi i stort.

Ekholm ställde sig dock inte bakom förslaget till reporäntebana. Hon påpekade att den visserligen var nedreviderad i betydelsen att höjningar från dagens nivå väntas komma betydligt senare under prognosperioden. Argumenten mot att också sänka reporäntan i närtid var emellertid inte hållbara, menade Ekholm. Utgångspunkten var redan tidigare att inflationen väntas förbli under målet under en stor del av prognosperioden, och arbetslösheten ganska långt över vad som kan anses vara en långsiktigt hållbar nivå. Inflationen har dessutom varit under målet en tid samtidigt som arbetslösheten har varit hög. Ekholm konstaterade att externa bedömare har börjat ifrågasätta om Riksbanken ens

försöker uppnå sitt inflationsmål. Med en rejäl nedrevidering av inflationstrycket borde det då vara ganska självklart att sänka räntan. Då skulle inflationen nå målet snabbare och arbetslösheten pressas ned mer. Med den föreslagna räntebanan väntas KPIF-inflationen nå upp till 2 procent någon gång under 2015, alltså ett par år framåt i tiden. Arbetslösheten väntas inte närma sig 6,25 procent, som är mittpunkten i det intervall som avdelningen för penningpolitik bedömer utgör en långsiktigt hållbar arbetslöshet, förrän mycket sent under prognosperioden. Att inte sänka räntan i detta läge, med den nedrevidering av inflationstrycket som gjorts, befarade Ekholm skulle kunna göra externa bedömare mer övertygade om att Riksbanken har övergett inflationsmålet som utgångspunkten för de penningpolitiska besluten.

Ekholm påpekade att det som anförts mot att sänka räntan i utkastet till penningpolitisk uppföljning är att en räntesänkning skulle öka riskerna med hushållens skuldsättning, alltså att det skulle vara ett policyalternativ som förknippas med högre risk. Det är denna högre risk som ska ställas mot ganska säkra vinster i form av lägre arbetslöshet. Ekholm var inte övertygad om att alternativet med en lägre ränta verkligen var förknippat med högre risk. Genom att inte sänka räntan ökar man risken att förlora förtroendet för inflationsmålet och för Ekholm var det inte uppenbart vilket av dessa alternativ som var minst riskfyllt.

Ekholm framhöll att med tanke på den vikt som läggs vid den eventuella ökning av riskerna med hushållens skuldsättning som en räntesänkning bedöms medföra, borde man kunna förvänta sig en ordentlig analys dels av vilka dessa risker är, dels hur räntepolitiken påverkar riskerna. Men enligt hennes mening fanns det bara ganska lösa påståenden om att en lägre ränta skulle öka risken för att obalanser byggs upp, och att sådana obalanser skulle bli svåra att hantera om det blev en uppåttrend i bostadspriser och skuldsättning. Det förklaras dock varken vari obalanserna består eller hur penningpolitiken förväntas påverka dem. Det bara påstås att de skulle bli svåra att hantera om det blev en uppåttrend i bostadspriser och skuldsättning. En sådan uppåttrend har noterats under en ganska lång tid sedan mitten av 1990-talet, och den tycks inte ha varit särskilt starkt relaterad till reporäntan. Ekholm frågade sig vad det var som sade att reporäntan skulle styra denna trend nu.

Utvecklingen har dock varit ganska dämpad de senaste åren både vad gäller bostadspriser och skuldsättning, även om just priserna på bostadsrätter har fortsatt att stiga en del den allra senaste tiden. Det finns flera möjliga skäl till att utvecklingen dämpats, men troligen har åtgärder som direkt har riktats mot bostadskrediterna, såsom rekommendationen om ett bolånetak på 85 procent, spelat roll. I utkastet till penningpolitisk uppföljning sägs att det råder stor osäkerhet om effekterna av sådana åtgärder och huruvida de är tillräckliga, underförstått att därför måste reporäntan hållas uppe för att stävja utvecklingen. Ekholm menade att det är ganska konstigt att hävda att eftersom effekterna av direkta åtgärder för att påverka utlåningen till hushållen är osäkra,

så ska den penningpolitiska styrräntan, som slår brett på hela ekonomin och har ytterst osäkra effekter på bostadskrediterna, användas. Det som med säkerhet kan sägas om att använda den penningpolitiska styrräntan för detta ändamål är att det leder till betydande negativa sideoffekter för ekonomin.

Att det saknas en ordentlig analys av sambandet mellan penningpolitik och risker förknippade med finansiella obalanser var enligt Ekholm mycket olyckligt. Det innebar att det har tydliggjorts att penningpolitiken inte längre bedrivs utifrån ett medelfristigt flexibelt inflationsmål, utan att ge omvärlden någon tydlig information om vad penningpolitiken istället bedrivs utifrån. Ekholm menade att fokuseringen på hushållens skuldkvot i detta sammanhang också var olycklig och alldeles för snäv. Betydelsen av hushållens förhållandevis höga sparande, som ju skiljer Sverige från de flesta länder som fått problem i samband med fallande bostadspriser, måste också värderas. Det höga sparandet har lett till att hushållens finansiella tillgångar har ökat nästan lika mycket som skulderna, vilket kan förväntas mildra deras sårbarhet för sådant som inkomstbortfall och bostadsprisfall.

Fördelarna med inflationsmålspolitiken har varit att skapa trovärdighet i penningpolitiken genom att den har blivit tydlig och förutsägbar. På så vis har Riksbanken kunnat förankra inflationsförväntningarna vid 2 procent och det har inneburit en möjlighet att också stabilisera den realekonomiska utvecklingen med hjälp av penningpolitik, så att reporäntan har kunna tjäna som ett effektivt stabiliseringspolitiskt instrument. Nu är detta ramverk på väg att ändras, utan någon ordentlig diskussion eller genomlysning av huruvida det verkligen är en vettig strategi.

Ekholm framhöll att denna strategi var ganska riskfylld och menade att hushållens bostadslån sannolikt huvudsakligen växer av strukturella skäl, och att det inte finns så mycket man kan göra åt det med penningpolitik. Sverige har en dåligt fungerande bostadsmarknad där hyresregleringen, ränteavdragen och regler kring planprocessen skapar stora snedvridningar. Bostadsbyggandet har varit extremt lågt under 20 år och det har lett till påtaglig bostadsbrist i de flesta tillväxtregioner. Dessutom har andelen hushåll som äger sin bostad ökat ganska kraftigt, troligtvis på grund av att incitamenten att omvandla hyresrätter till bostadsrätter i storstäderna är starka. Denna utveckling, menade Ekholm, kan penningpolitiken knappast rå på. Ekholm såg en stor risk för att Riksbanken genom att tillskriva hushållens skuldsättning allt för stor vikt riskerade att sätta på spel det ankare som inflationsmålspolitiken har utgjort. Därmed riskerar penningpolitiken att tappa trovärdigheten, samtidigt som hushållens skuldsättning bara fortsätter att öka. Med detta såg Ekholm inga vinster, däremot en förlust av något som det har tagit lång tid att bygga upp.

Mot bakgrund av detta resonemang menade Ekholm att räntan borde sänkas nu och hon förordade en sänkning med 0,25 procentenheter till 0,75 procent. Hon förordade en räntebana där räntan förblir på denna nivå till andra halvåret 2014, för att sedan stiga till

cirka 1,75 procent i slutet av prognosperioden. Enligt modellsimuleringar skulle en sådan räntebana ge något bättre måluppfyllelse när det gäller inflation och arbetslöshet än räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning när man tar alla andra delar av prognosen för givna. Den skulle dessutom ge en väsentligt bättre måluppfyllelse om man baserar prognosen för utländska styrräntor på implicita terminräntor. Oberoende av vilken prognos för utländska styrräntor man väljer – den i utkastet till penningpolitisk uppföljning eller den baserad på implicita terminräntor – så medförde Ekholms räntebana en bättre måluppfyllelse för inflation och arbetslöshet enligt makromodellen Ramses. Enligt de nyckeltal för sambandet mellan reporänta och skuldkvot som Svensson refererat till så medför denna räntebana en skuldkvot som är cirka 1 procentenhet högre i slutet av prognosperioden jämfört med räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning (cirka 178 istället för 177 procent). Enligt Ekholm var detta en alltför liten ökning för att kunna påverka några risker förknippade med finansiella obalanser.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att påpeka att trots att valet i Italien hade fått sämsta möjliga utfall för att det skulle kunna bildas en stabil regering, trots krisen i Cypern och trots den senaste diskussionen om Portugal hade det inte varit några stora störningar på finansmarknaderna. Riksbanken räknar i sina prognoser med att problemen i euroområdet löses så att akuta krisutbrott kan undvikas. En ökad politisk osäkerhet skulle kunna inverka negativt på förtroendet och tillväxtförutsättningarna. Något av detta illustreras av den senaste utvecklingen i euroområdet. Där har förtroendeindikatorerna fallit tillbaka den senaste tiden och det kan hänga samman med situationen i bland annat Italien och Cypern.

Wickman-Parak påminde om att antagandet att euroområdet kommer att vara ett sänke i tillväxksammanhang inte var ny utan funnits med i prognoserna en längre tid. Men samtidigt beräknas tillväxten i världsekonomin i stort utvecklas ganska väl.

Återhämtningen i USA ser ut att hålla relativt god styrfart trots de finanspolitiska åtstramningarna, vars effekter visserligen ännu inte spelat ut till fullo. Tillväxtländerna med Kina i spetsen fortsätter att växa i god fart. Visserligen har det tickat in lite svagare statistik än väntat för USA och Kina helt nyligen. Det har gett rubriker i media. Men Wickman-Paraks bedömning var att de positiva signalerna klart vägt tyngre under den tid som passerat sedan det senaste penningpolitiska mötet.

Hon tyckte att utvecklingen i svensk ekonomi såg mer betryggande ut jämfört med i februari. Förtroendeindikatorerna för företagen har stärkts och produktionsplanerna ser mer positiva ut. Det är främst i indikatorerna som förbättringen syns men nu kanske de mer positiva signalerna försiktigt börjar krypa in också i utfallsiffrorna. Lite högre detaljhandelsiffror än väntat och starkare orderingång enligt den senaste månadssiffran från SCB kan förebåda detta. Det behövs en längre period av positiva utfallsiffror innan starkare slutsatser kan dras. Så här långt signalerade vare sig indikatorer eller utfallsdata

en stark återhämtning i närtid, men de pekade åt rätt håll och det tyckte Wickman-Parak var positivt.

Det som bekymrade henne mest i slutet av förra året var att hushållens förtroende snabbt hade försämrats, att tjänstesektorn hade visat på försvagning och att tecknen på arbetsmarknaden hade varit illavarslande. På alla dessa punkter såg det lite bättre ut redan i februari och de här tendenserna har fortsatt sedan dess. Kanske mest glädjande var, enligt Wickman-Parak, att hushållens förtroende återkommit så starkt att det för närvarande ligger nära sin normala nivå. Hennes bedömning var att det nu såg mer positivt ut när det gäller styrkan i den inhemska ekonomin. Därmed fanns det bättre förutsättningar att rida ut den närliggande perioden med fortsatt svag exportefterfrågan.

Wickman-Parak övergick sedan till beslutet om styrräntan och räntebanan. Hon konstaterade att inflationsprognosen hade reviderats ner och att det beräknades ta längre tid innan inflationen når målet. Samtidigt ligger resursutnyttjandet under det normala. Med ett mekaniskt resonemang borde räntan sänkas och beslutet idag borde därför vara enkelt. För hennes del förhöll det sig dock inte så. Hon förordade att direktionen skulle lämna räntan oförändrad och avisera att den kan behöva förbli oförändrad en längre tid, i linje med förslaget i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Wickman-Parak menade att om man lyfter blicken från den tillväxt som kan förväntas den allra närmaste tiden kan man se förutsättningarna för en bättre tillväxt byggas upp i omvärlden, samtidigt som de inhemska delarna av ekonomin verkar stå på fastare mark än tidigare. Även om Wickman-Parak ställde sig bakom tillväxtprognoserna och tyckte det var klokt att vara försiktig med revideringar, givet framför allt osäkerheten om euroområdet, så kunde hon mycket väl tänka sig att tillväxtbilden senare i år kunde se starkare ut. Hon menade att det hade en viss bäring på hennes ställningstagande.

Hon betonade att inflationen hittills hade kommit in i linje med den tidigare prognosen. Ett av skälen till att inflationen är och har varit så låg senaste tiden är bland annat att företagens prispåslag har varit lägre än normalt, givet hur deras kostnader utvecklats. En svag efterfrågan har säkert bidragit till det. Det kan också vara mer långsiktiga förändringar som har med allmänt skärpt konkurrens att göra. Bedömningen denna gång är att det kommer att ta längre tid innan företagen kan höja sina priser mer i linje med kostnaderna. Det tyckte Wickman-Parak verkade rimligt. Detta, tillsammans med prognosen om en något starkare krona, hade bidragit till nedrevideringen av inflationen framförallt för 2014.

I utkastet till penningpolitisk uppföljning betonas att just företagens prisbeteende är en källa till osäkerhet i prognosen. Wickman-Parak tyckte att det var ett viktigt konstaterande. När efterfrågan stärks framöver kan man få en bättre indikation på hur den komponenten påverkat företagens prissättning. Den andra källan till osäkerhet är kronans utveckling. Den kan bli både starkare eller svagare än prognosen. Skulle det bli

betydande rörelser åt ena eller andra hållet kan det få konsekvenser för penningpolitiken via effekterna på efterfrågan och inflation.

Wickman-Paraks bedömning var att inflationsbilden inte var helt okomplicerad även oaktat dessa osäkerhetsfaktorer. Å ena sidan har varupriserna fallit under en lång period, vilket till stor del kan hänföras till utländska impulser. Å andra sidan har tjänstepriserna under en lång period legat på cirka 2 procent i genomsnitt. Hon hade redan diskuterat denna tudelning under det föregående penningpolitiska mötet. Varupriserna fortsatte att falla i mars men i mindre utsträckning än tidigare. Den allra senaste siffran, för mars, visade på ett mindre fall än väntat. Det kan vara tillfälligt, men sträcker man ut tiden bakåt ser det ut som att trenden med accelererande fall i varupriserna brutits från och med mitten av förra året. Hon ville inte vara alarmistisk när det gäller inflationen, men hon tyckte att direktionen bör vara observant på hur till exempel ändrade efterfrågeförhållanden i omvärlden ganska snabbt kan påverka den inhemska prisbilden. Det handlar inte om den allra närmaste perioden. Men Riksbanken bör alltid ha fokus inställt också på den längre sikten.

Wickman-Parak menade att detsamma i hög grad gäller även hushållens skulder, som diskuterats upprepade gånger. Redan med den nuvarande räntebanan antas skuldkvoten fortsätta att stiga. Hon tyckte inte att ökningen var alarmerande, men den här typen av överväganden vägde även in i beslutet för hennes del. Wickman-Parak påpekade att problemet var att det är svårt att veta när skuldnivån når en kritisk punkt, men små ökningar innebär en ständig ackumulation; "de små stegens tyranni" tyckte hon att man kunde kalla det.

De hushåll som har arbete kan vänta sig goda realinkomstökningar och optimismen börjar återkomma. En än lägre ränta och räntebana skulle mycket väl kunna innebära en återgång till en snabbare upplåningstakt. Det skulle innebära att inflationen närmade sig målet i snabbare takt, men det skulle å andra sidan riskera problem med tillväxt, sysselsättning och inflation på lite längre sikt. För en centralbank med inflationsmål är det viktigt att sikta på att nå sitt inflationsmål. Men hur snabbt man ska nå dit är en avvägningsfråga.

Wickman-Parak menade att hon kunde se möjligheterna till en bättre tillväxt än den som presenterades i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Hon kände sig dessutom osäker när det gällde inflationen på lite längre sikt. Till detta kom den riskuppyggnad som kan ske i hushållen och som kan påverka resursutnyttjande och inflation längre fram, alltså de för penningpolitiken ständigt centrala variablerna. För henne representerade den föreslagna räntebanan en lämplig avvägning utifrån hennes bedömningar. Hon påpekade att hon förmodligen hade kommit till en annan slutsats om det inte vore så att penningpolitiken redan var mycket expansiv och att effekterna av tidigare räntesänkningar från 2 till 1 procent ännu inte kunnat avläsas.

Hon menade att detta resonemang rymdes inom ramen för en flexibel inflationspolitik. Det handlar inte om några nya mål för penningpolitiken utan mer om det tidsperspektiv som penningpolitiken verkar i. Hon frågade sig om tydligheten i penningpolitiken tar skada av den här typen av resonemang, men menade att så inte borde vara fallet i en komplex värld med stor osäkerhet. Wickman-Parak var för sin egen del skeptisk till resonemang som kunde tyda på en alltför stor tillit till precisionen i prognoserna, även långt fram i tiden, och på precisionen i penningpolitikens verkningförmåga.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** sade inledningsvis att hon delade bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppföljning av utvecklingen i omvärlden och i Sverige, och stödde förslaget att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent och att ändra reporäntebanan i enlighet med förslaget. Med anledning av de inlägg som redan gjorts ville af Jochnick klargöra att det inte råder något tvivel om att inflationsmålet är i fokus när penningpolitiken diskuteras och att målet är att nå 2 procents inflation inom prognosperioden.

af Jochnick konstaterade att utvecklingen under de senaste månaderna i stora drag hade följt den bedömning som gjordes i februari. I omvärldsbilden finns dock några modifieringar. I USA fortsätter återhämtningen ungefär som väntat, även om arbetsmarknaden återhämtas långsamt. I euroområdet har utvecklingen varit något svagare än väntat och för Japan är tillväxtprognosen uppreviderad till följd av de stimulansåtgärder som vidtagits. Hon menade att det ännu var svårt att bedöma vilka effekter detta kunde få. Världsekonomin bedöms öka i relativt god takt.

af Jochnick ville utöver det som redovisas i den penningpolitiska uppföljningen om omvärldsbilden kommentera den europeiska utvecklingen ytterligare, eftersom den är viktig i bedömningen av Sveriges framtida tillväxt. En liten öppen ekonomi som den svenska är känslig för vad som händer i omvärlden. Utvecklingen framåt är beroende av den europeiska utvecklingen och inte minst beroende av en rad politiska faktorer. Det fortsatt osäkra läget i Europa gör det svårt att göra träffsäkra prognoser. Tillväxten i euroområdet är fortsatt svag och af Jochnick delade bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppföljning att tillväxten kommer att återhämta sig mot slutet av året. Den bedömningen är dock behäftad med vissa nedåtrisker. Även om den mest akuta delen av den finansiella krisen har lagt sig, och de finansiella marknaderna nu fungerar igen, så kvarstår flera problem som måste hanteras. Flera länder i euroområdet har strukturella problem som bör åtgärdas så att de återfår sin konkurrenskraft. Det gäller inte bara några av de mindre krisländerna utan också stora länder som Italien och Frankrike. Nedåtriskerna består också i osäkerhet om hur flera länders bank- och statsskuldproblem ska hanteras. I euroområdet har det beslutats om ett antal åtgärdspaket. Det har handlat om tillskott av kapital och likviditet men också större regelförändringar och inrättande av nya myndigheter. Men den penningpolitiska transmissionsmekanismen är fortfarande störd. I flera krisländer är räntorna för hushåll

och företag fortfarande betydligt högre än den penningpolitiska styrräntan. Tillväxten är mycket svag i flera länder och arbetslösheten oroväckande hög. Det finns därför fortsatta risker i euroområdet. af Jochnick befarade att anpassningen av obalanserna i krisländerna kan dra ut på tiden och att försvagningen kunde spridas till större länder.

När det gäller den svenska ekonomin har stämningläget förbättrats ungefär som väntat men bilden har ändrats mer tydligt på en punkt: inflationstrycket är lägre än väntat. Det beror främst på den svaga internationella prisutvecklingen, kronans förstärkning och att det tycks vara svårare för företagen att föra över sina kostnadsökningar till högre priser. Världen har upplevt en av de svåraste kriserna i modern tid och sviterna efter den kommer länge att präglade den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden, menade af Jochnick. Mot bakgrund av den utdragna internationella krisen, svag tillväxt och det svagare inflationstrycket i Sverige kommer Riksbanken att behöva ligga kvar med en låg räntenivå under längre tid än vad som tidigare förutsetts.

Till skillnad från 2012 är hushållen nu mer positiva till framtiden. Det låga ränteläget bidrar till att huspriserna stiger och innebär sannolikt att hushållens skuldsättning kommer att stiga. Detta behöver beaktas i den penningpolitiska diskussionen framöver eftersom hushållens skulder redan ligger på en hög nivå. af Jochnick ansåg att det inte går att bortse från att hushållens höga skuldsättning skulle kunna bidra till makroekonomiska problem längre fram. Flera externa bedömare, nu senast EU-kommissionen, har också pekat på att den svenska bostadsmarkanden är en potentiell källa till framtida instabilitet i Sverige. I tidigare inlägg har framförts att skuldkvoten inte skulle ändras särskilt mycket vid en lägre räntenivå. af Jochnick framhöll att det inte är den exakta siffran på skuldkvoten som är viktig, utan det som oroade henne var att skuldkvoten är hög och väntas öka ytterligare när bostadspriserna stiger.

För af Jochnick var det också viktigt att bedöma penningpolitikens effekter på arbetslösheten. Arbetslösheten kommer att vara relativt hög under 2013 för att därefter vika nedåt. I rådande konjunkturläge har arbetsmarknaden stått emot relativt väl. Sysselsättningsgraden är bland de högsta i Europa och arbetskraftsutbudet har ökat under senare år. Det finns samtidigt tecken på att matchningen fungerar sämre och att det tar längre tid att anställa. Problemen för utsatta grupper att komma in på arbetsmarknaden kvarstår. Det betyder att det finns tecken på att Beveridgekurvan har skiftat utåt, vilket innebär att arbetslösheten vid given vakansgrad är högre. Detta samband tyder på att de strukturella problemen på arbetsmarknaden kan ha ökat. af Jochnick menade att eftersom penningpolitiken bara påverkar den konjunkturrella delen av arbetslösheten och inte kan korrigerat strukturproblemen på arbetsmarknaden var det främst andra åtgärder än de penningpolitiska som behövde vidtas för att få ner den strukturella arbetslösheten.

af Jochnick delade bedömningen att penningpolitiken bör vara fortsatt expansiv fram till slutet av 2014 för att nå inflationsmålet på 2 procent mätt med KPIF i slutet av

prognosperioden. Hon ansåg att det fanns en något större sannolikhet för en räntesänkning än en höjning under kommande år, beroende på det låga inflationstrycket och osäkerheten i Europa. När det gäller växelkursen har Riksbanken inte något mål för den. Men det kan inte uteslutas att den förstärks mer eller mindre än väntat. I så fall – och allt annat lika – så kan inflationsprognosen påverkas på ett sådant sätt att penningpolitiken behöver anpassas.

Vice riksbankschef **Per Jansson** konstaterade att sedan det senaste penningpolitiska mötet den 12 februari har den ekonomiska utvecklingen varit ungefär som väntat i både Sverige och omvärlden. Svensk ekonomi har stabiliserats efter en dyster utveckling under senare delen av fjolåret och de flesta indikatorer talar nu för en gradvis uppgång i aktiviteten.

Mot denna bakgrund menade Jansson att det kändes naturligt att denna gång närma sig penningpolitiken utifrån utgångspunkten att inte heller reporäntebanan från februari behövde ändras, eller i varje fall inte mer än marginellt. Men i utkastet till penningpolitisk uppföljning föreslås en ganska rejäl revidering av reporäntebanan. Reporäntan ligger nu kvar på 1 procent till andra halvåret 2014, vilket är knappt ett år längre än i prognosen i februari. Som störst är revideringen under tredje kvartalet 2014, då reporäntan nu ligger knappt 0,6 procentenheter lägre än tidigare antagits.

Jansson hade, allt beaktat, landat i att han kunde ställa sig bakom både makroprognosen och penningpolitiken som finns i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Med tanke på att han många gånger tidigare hade uttryckt en stor oro för utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning var han särskilt angelägen om att så tydligt det bara går klargöra varför han menade att en så pass stor förändring av reporäntebanan som dagens var motiverad. Jansson ville tydligt understryka att detta inte alls innebar att riskerna förknippade med hushållens skuldsättning minskat eller att han skulle se annorlunda på dem i något väsentligt avseende.

Att Jansson nu ändå ansåg det nödvändigt att göra en förhållandevis stor nedrevidering av reporäntebanan hängde samman med att inflationen i annat fall skulle löpa risken att under kommande år bli oacceptabelt låg. Redan i bedömningen i februari tog det ganska lång tid innan KPIF-inflationen var i närheten av 2 procent. Utan justering av reporäntebanan så skulle KPIF-inflationen med de förändringar av inflationsprognosen som nu har gjorts överhuvudtaget inte nå upp till 2 procent under den aktuella prognosperioden. Att utgå från en sådan reporäntebana var legitimt bara under extrema omständigheter, menade Jansson, och tillade att sådana omständigheter knappast förelåg just nu.

Jansson frågade sig vad det då var som gjort att inflationsprognosen reviderats ner. Han underströk att detta inte var en följd av någon enskild aspekt som alldeles nyligen upptäckts, utan ett resultat av ett ganska omfattande arbete som pågått under längre tid.

En viktig utgångspunkt i detta arbete har varit den analys av Riksbankens inflationsprognoser som gjordes i samband med rapporten Redogörelse för penningpolitiken 2012, som publicerades för några veckor sedan. I denna visas bland annat att Riksbanken, tillsammans med andra prognosmakare, överskattat inflationstrycket under 2012 och att oväntat låga prispåslag från företagens sida systematiskt bidragit till prognosfelet för inflationen under året.⁴ I sammanhanget kan konstateras att enhetsarbetskostnaderna de senaste åren ökat med drygt 2 procent i genomsnitt medan KPIF-inflationen legat strax över 1 procent. Detta ger ytterligare stöd åt antagandet att företagen nu har begränsade möjligheter att övervältra sina kostnadsökningar, menade Jansson. I utkastet till penningpolitisk uppföljning antas mot denna bakgrund att företagen också under kommande år kommer att höja sina priser mer försiktigt.

En annan faktor som har bidragit till nedskrivningen av inflationsprognosen är kronans växelkurs. Denna har förstärkts lite mer än väntat under senare tid och även om nuvarande nivå inte bör utgöra något större bekymmer för de svenska exportföretagen så sätter det ytterligare press nedåt på inflationstrycket. Sammanfattningsvis är alltså inflationsprognosen nu lägre än i februari främst på grund av ändrade antaganden om företagens prissättningsbeteende och en starkare krona. Revideringen är som störst våren 2014, då den nya prognosen ligger knappt 0,6 procentenheter under prognosen i februari. KPIF-inflationen väntas nu nå 2 procent under 2015, vilket är ungefär ett år senare än tidigare beräknat.

Den nya inflationsprognosen innebär alltså en långsam anpassning av inflationen mot målet. Jansson konstaterade att en sänkning av reporäntan idag, eller en ännu större nedjustering av reporäntebanan, med stor sannolikhet skulle innebära en bättre måluppfyllelse under prognosperioden. Han ville samtidigt understryka att det också ytterligare skulle öka riskerna förknippade med hushållens höga skuldsättning, som även utan en sådan ännu mer expansiv penningpolitik väntas tillta i förhållande till vad som antogs i februari. Skuldkvoten spås i prognosen stiga till drygt 177 procent i slutet av prognosperioden, vilket är cirka 3,5 procentenheter högre än tidigare. Ett viktigt skäl till att detta sker är att bostadspriserna nu ökar snabbare, både utfallsmässigt och i prognosen.

En viktig fråga att reda ut är huruvida Riksbanken bör bekymra sig om hushållens skuldsättning eller inte. Han konstaterade att somliga hade anfört att detta skulle innebära att Riksbanken hade ett nytt mål och/eller att penningpolitiken blev otydligare. Jansson menade att det inte var fråga om något nytt mål, vilket vid det här laget hade klargjorts vid ett flertal tillfällen. Vad det handlar om är att det skapas risker för att obalanser byggs upp. När de korrigeras kan följden bli kraftigt stigande arbetslöshet och

⁴ Se Sveriges Riksbank (2013), "Redogörelse för penningpolitiken 2012", www.riksbank.se.

långvariga svårigheter att uppnå inflationsmålet. Överdriven skuldsättning utgör på så vis ett hot mot makrostabiliteten. Det råder alltså inga som helst principiella oklarheter kring huruvida detta är en fråga för Riksbanken att ta hänsyn till eller inte.

Men blir inte penningpolitiken i alla fall mer otydlig? Jansson menade att man inte kan hantera ett svårt problem genom att överförenkla, eller ännu värre, helt bortse från problemet. Det är ett empiriskt faktum att alltför stor skuldsättning skapat mycket stora problem i många länder under senare år. Inte sällan förhöll det sig just på det sättet att beslutsfattare i dessa länder, innan problemen inträffade, valde att tona ned eller helt bortse från dem. Jansson gissade att ganska många av dessa beslutsfattare idag ångrade att de gjorde detta.

En nyhet i den prognos som nu presenteras är att bostadspriserna på nytt tar fart. En rimlig ökning i bostadspriserna är förstås inget bekymmer men det man kan vara orolig för är att det ånyo ska skapas ett förlopp där bostadspriser och skulder trendmässigt ökar genom en process av ömsesidig påverkan, det vill säga att det sker det som på engelska kallas en "balance-sheet build-up" (uppbyggnad av balansräkningen). En sådan utveckling är särskilt farlig om den inrymmer orealistiska förväntningar från hushållens sida om den framtida ränteutvecklingen eller bostadsprisernas utveckling.⁵ Det gäller således att förhindra att detta sker. Jansson menade att det för honom stod klart att Riksbanken och penningpolitiken hade en roll att spela i detta sammanhang men att även andra svenska myndigheter och aktörer behövde ta ansvar. Och han underströk betydelsen av att agera medan tid är.

En annan viktig fråga är att reda ut hur sambandet mellan å ena sidan penningpolitiken och å andra sidan bostadspriserna och hushållens skuldsättning ser ut. Jansson framhöll att det är bra och viktigt att det nu intensivt arbetas med denna fråga, men ville samtidigt betona att det inte kommer att vara så att den absoluta sanningen kommer att nås i frågan. Det händer ju nästan aldrig i den ekonomiska vetenskapen, även om somliga gärna vill tro annorlunda. Men det skulle förstås inte hindra Riksbanken från att försöka förbättra och fördjupa sitt tänkande och sin analys, sade Jansson.

Jansson menade att det var viktigt att bli klar över hur penningpolitiken skulle reagera på den här typen av möjliga obalanser rent konceptuellt och hänvisade till en studie av Michael Woodford,⁶ som han menade hade lämnat ett mycket värdefullt bidrag till debatten. Den grundläggande insikten i studien är att det inte handlar om att identifiera en bubbla och sedan agera kraftigt med penningpolitiken för att spräcka den. Istället fungerar penningpolitiken som en försäkring mot risker på låg frekvens. Man kanske

⁵ Se till exempel Karl E. Case och Robert J. Shiller (2004), "Is there a bubble in the housing market?", *Cowles Foundation Paper no 1089*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, för en diskussion av sådana aspekter innan husprisbubblan brast i amerikansk ekonomi.

⁶ Woodford, Michael (2012), "Inflation targeting and financial stability", *Penning- och valutapolitik 2012:1*, Sveriges Riksbank.

under en viss tid håller räntan en smula högre än vad man annars skulle göra eller avstå från den ena eller andra räntesänkningen. På det här sättet undviker man att fångas i det som Wickman-Parak så träffande kallade "de små stegens tyranni". Och sett genom dessa glasögon avdramatiseras penningpolitikens roll i sammanhanget och uppgiften framstår inte längre som lika övermäktig. Woodford beskriver det själv som att penningpolitikens möjligheter att spela roll ofta avfärdas felaktigt. Han menar att till och med ganska små ändringar av korta räntor kunde ha stor betydelse, sammanfattade Jansson.

En annan betydelsefull insikt i detta sammanhang är att det finns goda skäl att tro att sambandet mellan å ena sidan penningpolitiken och å andra sidan bostadspriserna och hushållens skuldsättning inte är stabilt över tiden. Det finns både teoretisk och empirisk forskning som belägger detta. En omständighet av särskilt intresse för centralbanken är att den genom sin kommunikation, kanske utan att överhuvudtaget behöva ändra räntan, kan påverka utvecklingen av bostadspriser och krediter. Detta fungerar precis på samma sätt som vanlig så kallad "forward guidance", som numera när det gäller räntepolitiken anses vara ett av penningpolitikens mest effektiva verktyg.

Janssons slutsats var att det var långt ifrån självklart att penningpolitiken skulle ha små effekter på bostadspriserna och hushållens skuldsättning. Det ärliga svaret är att det i dagsläget inte finns någon konsensus kring effekterna, och att dessa förmodligen varierar över tiden. Ibland är effekterna säkert små men det kan också finnas tillfällen när de är ganska stora.

Jansson konstaterade avslutningsvis att han ansåg att reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning utgjorde en välavvägd kompromiss. Genom att låta det ta lite längre tid för inflationen att nå upp till 2 procent kan Riksbanken fortsatt bidra till att något dämpa riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Det grundläggande är att penningpolitiken är mycket expansiv i nuläget och under kommande år. Det understryker att Riksbanken ger prioritet åt sitt inflationsmål och att detta ska klaras inom en rimlig tid.

Riksbankschef **Stefan Ingves** delade synen på den internationella utvecklingen och den svenska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk uppföljning och ställde sig även bakom förslaget att behålla reporäntan oförändrad, och den nya räntebanan med prognosen att reporäntan behöver vara kvar på 1 procent längre än den tidigare bedömningen, innan den börjar höjas.

Ingves noterade att omvärlden hade utvecklats ungefär som väntat sedan det förra penningpolitiska mötet. Återhämtningen fortsätter att vara bättre i tillväxtländerna än i utvecklade industriländer. Det finns inte skäl till att göra några större förändringar i den sammanvägda omvärldsprognosen. I euroområdet utvecklas dock makroekonomin något sämre än väntat och BNP-tillväxten revideras ned i år. I USA bedöms å andra sidan BNP-tillväxten bli något starkare i år.

Vad gäller Europa, som spelar en stor roll för svensk ekonomi, pågår nu i krisländerna en alltför långsam anpassning av bankernas balansräkningar. Räntebilden är spretig och företag och hushåll påverkas negativt av att anpassningen i bankerna tar tid. Sluträntorna som kunderna betalar på bostadslån och företagslån är betydligt högre i problemländerna än i kärnländerna. Särskilt besvärlig är situationen för små och medelstora företag eftersom riskpremierna på nya lån är höga. Den alltför långsamma anpassningen av bankernas balansräkningar stör därför den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Till det noterade Ingves behovet av att stärka statsfinanserna och konkurrenskraften. Så länge anpassningen av den finansiella sektorn dröjer kommer också den penningpolitiska transmissionsmekanismen att vara störd. Det påverkar återhämtningen i hela Europa, där det fortfarande står och väger. Utvecklingen i euroområdet kan bli både bättre och sämre än i huvudscenariot. Oberoende hur det går återstår en mångårig strukturell anpassning i de länder som har störst problem.

I Sverige väntas den största inbromsningen i ekonomin vara över. Ingves räknade med att konjunkturen i omvärlden förbättras och att förtroendet hos svenska hushåll och företag gradvis skulle stärkas framöver. Det betyder att både inhemsk efterfrågan och export kommer att växa snabbare. Arbetslösheten har varit ungefär oförändrad på senare tid, medan antal varsel om uppsägning har dämpats. Avtalsrörelsen har så här långt medfört måttliga lönekrav, vilket är till gagn för landet och för återhämtningen. Sysselsättningen bedöms öka och arbetslösheten falla, även om det sker med viss fördröjning jämfört med BNP-tillväxten, enligt det normala mönstret mellan BNP och sysselsättning. Inflationen är fortfarande låg, vilket är en följd av prispress i ekonomin, lägre energipriser, en svag internationell prisutveckling och kronans förstärkning som har bidragit till låga importpriser. Mot den bakgrunden var det rimligt att revidera inflationsprognosen på det sätt som angavs i utkastet till penningpolitisk uppföljning, menade Ingves.

Sammantaget konstaterade Ingves att utvecklingen har varit ungefär i linje med prognosen i februari. Han menade att det sker en återhämtning, men en långsam sådan. Inflationsprognosen talar för att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent en något längre tid och justera ned reporäntebanan under 2014 och 2015, men Ingves fann i dagsläget inga skäl för en radikal omprövning av penningpolitiken och påpekade att den penningpolitiska transmissionsmekanismen inte är förstörd i Sverige. Styrräntan är något högre än i omvärlden, men de sluträntor som hushåll och företag möter skiljer sig inte mycket från nivån i andra länder. Till det kommer att de svenska hushållen idag är mer skuldsatta än hushållen i många av de länder som under senare år drabbats av kraftiga fall i bostadspriserna. Penningpolitiken måste väga in riskerna för att skuldsättningsgraden blir alltför hög.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** ville kommentera två aspekter som berörts i diskussionen av det ekonomiska läget och penningpolitiken. För det första ville han bemöta Lars E. O. Svenssons påstående om att ett kontrafaktiskt scenario med en reporänta som ligger kvar på 0,25 procent från mitten av 2010 och framåt inte skulle vara mer osäkert än de vanliga penningpolitiska scenarierna som Riksbanken brukar beräkna. Eftersom detta kontrafaktiska experiment innebar en mycket stor avvikelse från den faktiskt förda penningpolitiken var det, enligt Jansson, tveklöst så att osäkerheten var större än i de vanliga penningpolitiska scenarierna, som utgår från små avvikelser för räntan. Att det förhåller sig på det sättet hänger bland annat samman med att den kontrafaktiska penningpolitiken implementeras med oförväntade penningpolitiska störningar, påpekade Jansson. Detta innebär i det här specifika fallet att ekonomins aktörer från mitten av 2010 och framåt hela tiden överraskas av att räntan ligger kvar på 0,25 procent. Eftersom det är mycket stora avvikelser från den faktiskt förda penningpolitiken blir detta ett konstigt och svårtolkat experiment. Jansson framhöll att ett kanske rimligare experiment vore att anta att ekonomins aktörer i förväg räknar med att räntan ska ligga kvar på 0,25 procent under hela perioden. Det skulle rimligen resultera i andra, förmodligen mycket större, effekter på hushållens skuldsättning.

Jansson ville också betona att ingen i direktionen förordat detta alternativ när beslutet verkligen fattades. Han själv var inte medlem i direktionen vid dessa beslutstillfällen men konstaterade att även minoriteten hade röstat för en successivt höjd reporänta, om än med viss tidseftersläpning i förhållande till den dåvarande majoriteten.

Jansson underströk att de beräkningar och diagram som Svensson redovisat är Svenssons egna uppskattningar av penningpolitikens effekter på hushållens skuldkvot. Detta är alltså inte några effektberäkningar som avdelningen för penningpolitik tagit fram och anser är användbara i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Att utreda hur penningpolitiken påverkar bostadspriser och hushållens skuldsättning är mycket viktigt. Det är också något som Riksbanken arbetar intensivt med. Avdelningen för penningpolitik har redan redovisat några omständigheter under vilka penningpolitiken skulle kunna ha ganska stora effekter på hushållens skuldsättning, kanske till och med på lång sikt. Jansson utgick från att resultaten från detta arbete gradvis kommer att kunna offentliggöras i Riksbankens rapporter, i takt med att de uppfattas som kvalitetssäkrade.

För det andra ville Jansson bemöta Karolina Ekholms uttalande om att det skulle vara konstigt att osäkerheten kring hur andra åtgärder påverkar bostadspriser och skuldsättning utgjorde ett argument för att använda reporäntan i syfte att försöka dämpa risken för obalanser. Janssons syn var att problemen på detta område förmodligen bara kan hanteras om ett flertal åtgärder sätts in samtidigt. Varje enskild åtgärd har osäkra effekter men om ett flertal åtgärder vidtas samtidigt ökar chansen att slutresultatet blir

det önskvärda, och här bör man inte utgå från att reporäntan inte har någon betydelse. Jansson påpekade att Norges bank nyligen hade gett uttryck för ett snarlikt synsätt i sin nya rapport om penningpolitik och finansiell stabilitet.⁷

Även vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ville kommentera Svenssons kontrafaktiska experiment. Hon tyckte att den typen av analyser var intressanta, men att man ska vara försiktig med att använda dem som måttstock för att utvärdera den faktiskt förda penningpolitiken. I experimentvärlden har man facit i hand, vilket man inte har när beslut fattas. Hon poängterade också att samtliga direktionsledamöter till exempel hade gått med på att lämna styrräntan oförändrad på 2 procent i september 2011, och att Svensson alltså inte själv hade förespråkat den politik som analyseras i experimentet, vilket man nästan kunde få intryck av.

Hon undrade också varför Svensson aldrig i de diagram han brukade presentera vid de penningpolitiska mötena redogjorde för hur KPI-inflationen utvecklas med hans räntebana. Det är ju utifrån det måttet som sedan Riksbanken ska utvärderas. Hon tyckte också att Svensson var lite orättvis i sin kritik. Hon menade att det fanns en underton i kritiken som kunde antyda att Riksbanken inte tog inflationsmålspolitiken på allvar och att det verkade finnas en bias i inflationsprognosen. Hon tyckte inte att det gav en rättvisande bild av stabens strävan att alltid göra en så bra prognos som möjligt. Flera utvärderingar visar också att Riksbanken gör bra inflationsprognoser i jämförelse med andra bedömare. Det kan man till exempel läsa om i rapporten Redogörelse för penningpolitiken 2012. I Söderström och Vredin (2013) har man undersökt om Riksbankens inflationsprognoser systematiskt har varit högre än andra bedömares i perioder av låg inflation. Studien ger ingen entydig bild. Riksbanken förutsåg bättre än andra den låga inflationen 2003-2004, medan det omvända gällde för 2009 och 2012.⁸

Att inflationen 2012 blev låg och lägre än vad Riksbanken tidigare prognosticerat menade Wickman-Parak hängde samman med att man inte kunnat förutse den konjunkturförsvagning som komma skulle. I början av 2011 hade alla prognosmakare en betydligt mer positiv bild av omvärldens konjunktur än vad som visade sig bli fallet. Det hade också bidragit till en för hög inflationsprognos. Hon påpekade att Svensson inte hade reserverat sig mot konjunkturprognoserna då utan snarare fokuserat på prognosen för de internationella styrräntorna.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ville belysa några av de centrala avvägningarna i samband med räntebeslutet. Han menade att man inte bör ha en övertro till penningpolitikens möjligheter att finkalibrera alla ekonomiska variabler. Penningpolitiken kan till exempel

⁷ Se Norges Bank (2013), "Monetary Policy Report with Financial Stability Assessment 1/2013", s. 23.
www.norges-bank.no.

⁸ Se Söderström, Ulf och Vredin, Anders (2013), "Inflation, arbetslöshet och penningpolitiken", *Ekonomisk kommentar nr 1 2013*, Sveriges Riksbank.

inte åtgärda de strukturella problemen på arbetsmarknaden. Exempelvis verkar det vara så att rekryteringstiderna i den privata sektorn är ganska långa, och de har inte minskat trots att arbetslösheten ökat. Det bidrar till osäkerhet om hur mycket arbetslösheten kommer att falla på några års sikt. Med ett medel, räntan, och ett mål, inflationen, är det inte heller möjligt att finkalibrera utvecklingen för finansiella variabler som skuldkvoten eller växelkursen. Men penningpolitiken kan inte heller bortse ifrån dem.

Den låga inflationen i nuläget beror främst på fallande varupriser medan priserna på tjänster ökar snabbare. Varupriserna har fallit på grund av den svaga internationella prisutvecklingen och den starkare kronan. Världen förefaller alltså i det avseendet vara tudelad, men direktionen kan bara sätta en räntenivå. Om omvärldsutvecklingen och växelkursen håller ned varupriserna bidrar räntepolitiken till att driva upp tjänstepriserna. Det är en fråga som Riksbanken kan behöva belysa framöver.

Ingves poängterade att även andra obalanser i den inhemska sektorn riskerade att växa fram, något som diskuterats i direktionen vid flera tidigare tillfällen. Penningpolitiken är för närvarande mycket expansiv och nu förefaller utsikterna för ekonomin vara litet bättre samtidigt som inflationstrycket är lågt. Tillsammans med ett redan lågt ränteläge har det bidragit till att huspriserna börjat öka litet snabbare. Även hushållens skulder bedöms i den penningpolitiska uppföljningen öka litet mer än i penningpolitiska rapporten i februari. Ingves tyckte att det måste vägas in i beslutet. En sänkning av reporäntan idag för att få till stånd en snabbare uppgång av KPIF-inflationen skulle öka de risker för ökade obalanser som är förknippade med hushållens skuldsättning. Ingves menade att man också borde ta hänsyn till att KPI-inflationen riskerade att bli mer volatil och högre än 3 procent i slutet av prognosperioden.

Till detta kommer att det ännu saknas verktyg för att hantera systemrisker till följd av alltför snabbt ökande bostadspriser och skuldsättning. Ingves menade att så länge sådana verktyg saknas behöver penningpolitiken beakta dessa risker i större grad än annars, samtidigt som finkalibrering inte är möjlig. Även om man skulle önska att hushållen skulle låna mindre och företagen mer så är det svårt att åstadkomma med en enda räntenivå. Skulle inflationen framöver bli lägre än väntat och räntan behöva sänkas, då skulle det behövas ett eller flera verktyg som såg till att kostnaden för bolån inte minskade. Amorteringskrav, höjda riskvikter på bolån, minskad avdragsrätt för räntor eller begränsningar av hushållens lånemöjligheter i relation till inkomsten kan vara lämpliga instrument. Ingves menade att det var värt att notera att IMF nyligen uppmanat Danmark att fasa ut amorteringsfria bostadslån.

Riksbanken har inte något mål för växelkursen. Men om växelkursrörelserna är stora och varaktiga kommer inflationen att påverkas. Växelkursen påverkas av flera faktorer som relaterar svenska reala makrovariabler till motsvarande utländska variabler. Prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning innebar också att Sverige kommer att ha ett fortsatt överskott i bytesbalansen. En möjlig förklaring till den starkare kronan sedan den

penningpolitiska rapporten i februari är den relativt starkare ekonomiska utvecklingen i Sverige. Ingves menade att växelkursprognoser alltid är svåra att göra och i den penningpolitiska uppföljningen antas inga större förändringar i kronans utveckling ske under prognosperioden. Om utvecklingen skulle bli annorlunda, och till exempel kronan skulle förstärkas kraftigt och prognosen för inflationen påverkas kan direktionen behöva reagera på det. Samma sak gäller om växelkursen skulle försvagas kraftigt.

Slutligen ville Ingves påminna om att utvecklingen i omvärlden är mer volatil i dagsläget än vad den var innan krisen. Det var en fråga som han tagit upp tidigare. Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen och politiken i Europa är fortfarande mycket stor. Det innebar enligt Ingves att Riksbankens förmåga att i detalj styra över utvecklingen inte skulle överskattas. Direktionen borde enligt honom inte ha en övertro på sin förmåga att finkalibrera ekonomiska utfall.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** började med att diskutera sitt kontrafaktiska experiment, som Jansson och Wickman-Parak hade tagit upp. Han påpekade att det var en sak om det i efterhand stod klart att det hade varit bättre med en låg räntebana sedan juni 2010. Men det var en annan sak, som Wickman-Parak hade framhållit, om det med den information som fanns vid beslutstillfället i juni 2010 fanns anledning att ligga kvar på en låg ränta istället för att börja en serie räntehöjningar. Svensson påminde om att detta var en fråga som han hade behandlat i detalj i en uppsats i *Brookings Papers on Economic Activity* hösten 2011.⁹ Där visas att prognosen i juni 2010 för inflationen låg under målet och prognosen för arbetslösheten låg över en rimlig långsiktigt hållbar nivå. Prognoserna för inflation och arbetslöshet för Sverige och USA såg i juni 2010 ganska lika ut. Majoriteten i Riksbankens direktion började en serie räntehöjningar trots dessa prognoser, medan FOMC (den amerikanska centralbankens räntesättande kommitté) behöll räntan på lägsta nivå och började förbereda QE2.

Svensson ville också bemöta Wickman-Paraks kommentar om att han inte konsekvent hade förespråkat en ränta på 0,25 procent sedan juni 2010. Inledningsvis ville han påpeka att det inte fanns anledning att begränsa kontrafaktiska experiment till räntebanor som han själv hade föreslagit. Svensson framhöll att det ju dessutom kunde ha varit så att han själv inte hade tagit i tillräckligt, och i efterhand borde ha förespråkat en ännu lägre räntebana.

Han ansåg att om vissa ledamöters ställningstagande ändå skulle utvärderas kunde man i detta fall, om man till exempel ville granska Ekholm och Svenssons tidigare beslut, göra på följande sätt. Antag att de hade fått stöd för att låta räntan ligga kvar på 0,25 procent i juni 2010. Hade de då i september 2010 förespråkat oförändrad ränta? Svensson menade

⁹ Svensson, Lars E.O., "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States", *Brookings Papers on Economic activity*, Fall 2011, s. 289-332.

att det hade de förmodligen gjort. Antag att de även hade fått stöd för detta resonemang. Hade de då i oktober 2010 ha förespråkade oförändrad ränta? Och så vidare. Svensson ville även understryka att han från juni 2009 förespråkade en ränta på noll. Skulle hans kontrafaktiska experiment göras om med en ränta på noll från juni 2010 istället för med en ränta på 0,25, blir KPIF-inflationen ett par tiondelar högre och arbetslösheten några tiondelar lägre. Det kontrafaktiska utfallet skulle således bli ännu bättre.

Vad gällde Janssons ifrågasättande av de oförväntade störningar som används vid experimentet för att implementera den låga räntebanan, ville Svensson förtydliga att om företag och hushåll skulle ändra sin förväntningsbildning och börja tro på en lägre räntebana, så att störningarna blev delvis förväntade skulle effekterna på inflation och arbetslöshet bli större, med lägre arbetslöshet och högre inflation och förmodligen sammantaget målpuffyllelsen för inflation och arbetslöshet bättre.

Svensson framhöll att det påstås i Redogörelse för penningpolitiken 2012 att de fyrfältsdiagram som han regelbundet visar inte kan hantera risker förenade med hushållens skuldsättning. Han menade att det inte finns någon grund för detta påstående, och det är ett av skälen till att han reserverade sig mot redogörelsen. Som Svensson visade i diagram 4 är det möjligt för den som så önskar att ta hänsyn till hur mycket prognosen för hushållens skuldsättning skiftar för olika räntebanor. Den som har andra nyckeltal än de som Svensson fått från en omfattande forskning och utredning kan förklara och tillämpa dessa nyckeltal och visa motsvarande prognoser för skuldsättningen. Givet de samband som antas mellan skuldkvot och risker kan sedan denne förklara hur riskerna varierar med olika räntebanor och hur detta påverkar valet av räntebana.

Svensson ansåg att det inte räckte med att vara bekymrad över skuldsättningen, den springande punkten var istället i vilken utsträckning penningpolitiken kunde påverka skuldsättningen. För Svensson var den viktiga frågan hur mycket styrräntan kan påverka skuldsättningen och vilken avvägning mellan skuldsättning, inflation och arbetslöshet som uppstår när styrräntan används. Enligt hans nyckeltal kräver 1 procent, det vill säga 1,7 procentenheter, lägre skuldkvot ungefär 1 procentenhet högre styrränta, vilket leder till så mycket som ungefär 0,5 procentenhet högre arbetslöshet. Att 1,7 procentenheter lägre skuldkvot kräver ungefär 0,5 procentenhet högre arbetslöshet tyckte Svensson var en orimligt hög kostnad av att använda styrräntan till att påverka skuldkvoten. Om någon ville hävda andra nyckeltal än de som framkommer i den forskning och utredning som Svensson hänvisat till borde bevisbördan ligga på denne, menade han. I den litteratur som finns är det dock ingen osäkerhet om att effekterna av styrräntan på skuldkvoten är små, bara om precis hur små de är. Det vill säga, det är ingen osäkerhet om att kostnaden i form av högre arbetslöshet är mycket hög om man ska uppnå någon effekt på skuldsättningen.

De resultat och nyckeltal från forskning och utredningar som Svensson fört fram var välkända för alla i direktionen. Han frågade sig varför han skulle behöva presentera egna beräkningar utifrån dessa välkända nyckeltal och varför inte olika prognoser för skuldkvoten för olika räntebanor fanns med i de penningpolitiska rapporterna. Svensson undrade varför man inte skulle vara transparent och tydlig om detta, eftersom det verkade som skuldkvoten var avgörande för majoritetens penningpolitik.

Svensson ställde sig också frågan om varför bara skulderna visades i ett diagram i utkastet till penningpolitisk uppföljning och inte hushållens tillgångar, eftersom hushållens hela balansräkning, inklusive tillgångarna, måste beaktas för att bedöma deras ekonomiska ställning och motståndskraft mot störningar. Diagram 7 visar att hushållen har reala tillgångar som är knappt dubbelt så stora som skulderna och totala tillgångar exklusive kollektivt sparande som är ungefär tre gånger så stora som skulderna. I diagram 8 lyfte Svensson fram att hushållens bruttosoliditet, på ungefär 67 procent, var på samma nivå som Sveriges mest välkapitaliserade företag.¹⁰ Svensson visade i diagram 9 bruttosoliditetens utveckling över tiden, inklusive nuvarande prognos. Han menade att den utveckling av bruttosoliditeten som visas där knappast ger anledning till oro eller visar på någon obalans.

I utkastet till penningpolitisk uppföljning står det att den förda penningpolitiken "tar hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning" (s. 8). För Svensson framgick det dock inte alls hur sådan hänsyn tas. Han menade att skrivningarna om skuldsättning var utomordentligt dunkla och kryptiska, och hänvisade till denna text i skriften: "en ännu lägre räntebana skulle ytterligare något öka risken för att obalanser byggs upp. Sådana obalanser kan bli särskilt svåra att hantera om utvecklingen skulle gå mot en stark trend uppåt i både bostadspriser och skuldsättning. Det gäller att förhindra att så sker. Det har vidtagits en del åtgärder av olika myndigheter de senaste åren, som till exempel införandet av ett bolånetak. Men det råder stor osäkerhet om effekterna av dessa åtgärder och huruvida de är tillräckliga. Svenska myndigheter och andra aktörer bör därför nu noga pröva om inte ytterligare åtgärder behövs för att säkerställa att utvecklingen i svensk ekonomi blir långsiktigt hållbar." (s. 8).

Svensson menade att detta var bland de mer förvirrade och oklara resonemang som han hade stött på under sina snart sex år vid Riksbanken, och det väckte många frågor hos honom. Vad är det för obalanser det talas om? Vad bestämmer trenden för bostadspriser och skuldsättning? Är bostadspriserna förenliga med fundamenta eller inte? Medför belåningsgrad och bruttosoliditet på historiska nivåer risker eller inte? Vad är kriterierna för en långsiktigt hållbar utveckling? Finns det någon mekanism genom vilken penningpolitiken på lång sikt påverkar bostadspriser, skuldsättning, belåningsgrad och bruttosoliditet? För Svensson visade dessa obesvarade frågor på en tydlig brist på analys

¹⁰ Svensson, Lars E.O. (2012), "Penningpolitik, skulder och arbetslöshet", tal vid SNS, Stockholm, 2012-11-14.

av eventuella risker med hushållens skuldsättning och huruvida de kan påverkas av penningpolitiken, trots att skuldsättningen föreföll honom vara avgörande för majoritetens penningpolitik.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** ville återigen understryka att målet för penningpolitiken är att nå en inflation på 2 procent inom prognosperioden, men konstaterade att direktionens medlemmar dock gjorde olika bedömningar av hur fort man når dit på bästa sätt. Det är många olika faktorer som ska vägas in. af Jochnick stödde Ingves i det att förmågan att styra och finkalibrera utvecklingen av olika ekonomiska variabler inte bör överskattas.

Hon menade att det under lång tid har funnits stor oro för hushållens höga skuldkvot och af Jochnick har själv efterlyst åtgärder av makrotillsynskaraktär för att se till att penningpolitiken i ännu större utsträckning kan fokusera på att använda styrräntan för att stabilisera inflationen och realekonomin på kortare sikt. Det är viktigt att inte bara se till det korta perspektivet utan att ha ett längre perspektiv vad gäller ansvaret att uppnå prisstabilitet. Om finansiella obalanser byggs upp försvåras genomförandet av penningpolitiken.

Under en period har hushållen varit ganska negativa till utvecklingen i svensk ekonomi, konstaterade af Jochnick och noterade att under förra året försämrades även hushållens tilltro till den egna ekonomin. Hushållens skuldkvot har under denna period planat ut på en hög nivå. Sedan slutet av 2012 har det dystra stämningläget hos konsumenterna dock förbättrats och en vändning i hushållens uppfattning mot en mer positiv syn på såväl sin egen ekonomi som på svensk ekonomi kan skönjas. Hushållens ökande optimism återspeglas i högre bostadspriser än väntat.

Behovet av att utveckla makrotillsynen framstår i perspektiv av den nya prognosen som än mer angeläget. af Jochnick gjorde bedömningen att det fanns en ganska stor risk för att hushållens skuldkvot skulle växa det kommande året i takt med att bostadspriserna stiger och ville därför återigen peka på behovet av att problemen med hushållens skuldsättning togs på allvar. Det finns annars en risk att de problem med hushållens skuldsättning som diskuterats under flera år fördjupas ytterligare. De åtgärder som hittills har vidtagits för att stävja hushållens skuldsättning har inte varit tillräckliga, och penningpolitiken kan inte ensam hantera de finansiella obalanser som är förknippade med bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning.

af Jochnick menade att den stora risken med hushållens höga skuldsättning är att den vid ett eventuellt bostadsprisfall kan leda till ett stort fall i privat konsumtion med negativa effekter på arbetslöshet, tillväxt och inflation, och påpekade att det finns flera sådana exempel i Europa de senaste åren. Därtill framhåller EU-kommissionen i sin fördjupade granskning av makroekonomiska obalanser att den svenska bostadsmarknaden kan vara en källa till framtida instabilitet i ekonomin. Kommissionen redovisar också en rad

underliggande problem som man anser är orsaker till en ineffektiv marknad som skapar uppåtgående press på bostadspriser och hushållens skulder.

Mot bakgrund av detta drog af Jochnick slutsatsen att det behöver byggas fler bostäder, och att hyresregleringen bör ses över, liksom andra skatter och regleringar som ger hushållen felaktiga incitament. Samtidigt måste det skapas en sundare inställning till bostadslån, menade af Jochnick och åsyftade då närmast amorteringar och balansen mellan rörlig och fast ränta. Regelverken behöver helt enkelt syfta till att hushållen ska vara robusta och kunna stå emot till exempel ett bostadsprisfall och ett högre ränteläge utan att det uppstår negativa effekter på efterfrågan i ekonomin.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** sa att hon tyckte det verkade som att de olika direktionsledamöterna talade förbi varandra. Hon tyckte att det var uppenbart att de närmade sig problematiken kring hushållens skuldsättning på helt olika sätt. Hennes uppfattning var att det visst kunde finnas situationer där utvecklingen av hushållens skuldsättning behövde vägas in i de penningpolitiska besluten. Men hon tyckte att det då behöver klargöras hur man ser på tre frågor: 1. Utgör skuldsättningen ett problem? 2. Om den bedöms utgöra ett problem, gör andra myndigheter något för att hantera de problemen? 3. Om man inte tycker att andra gör tillräckligt för hantera problemen, hur gör man själv avvägningen mellan penningpolitikens väntade effekt på de problem som har identifierats och de eventuella kostnader som uppstår i termer av sämre målluppfyllelse när det gäller inflation och resursutnyttjande? Det var särskilt bristen på tydlighet när det gäller hur avvägningen görs som hon ställde sig kritisk till. Det är i princip bara två betydande revideringar som gjorts av prognosen denna gång: en nedrevidering av inflationstrycket och en upprevidering av hushållens skuldkvot. Eftersom en betydande nedrevidering av inflationstrycket, allt annat lika, skulle innebära en sänkt reporänta så är det uppenbart att det är den uppreviderade skuldkvoten som håller upp reporäntan denna gång. Men eftersom det inte framgår hur avvägningen mellan effekter på skuldutveckling, inflation och resursutnyttjande görs blir penningpolitiken mindre tydlig och därmed mindre förutsägbar.

Ekholm konstaterade att flera ledamöter hade nämnt att penningpolitiken måste ta hänsyn till många olika faktorer vars utveckling är mycket osäker, och att den inte kan finkalibrera olika variabler. Men det hindrar inte att penningpolitiken kan vara förutsägbar. Det kräver dock ett tydliggörande av på vilka grunder det ena eller andra beslutet fattas så att omvärlden kan bilda sig korrekta förväntningar om hur de penningpolitiska besluten anpassas till ändrade förutsättningar. Det kan göras genom att ha en tydlig koppling mellan prognoserna och de penningpolitiska besluten.

Ekholm kommenterade även Per Janssons påstående att penningpolitiken ska ses som en del i ett helt paket av åtgärder som ska minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning och att det faktum att det finns andra åtgärder på plats därför inte hindrar att även reporäntan används för detta ändamål. Men när det gäller alla typer av politiska

beslut är det viktigt att göra en grundläggande mål-medelanalys där man reder ut vilken typ av åtgärder som är lämpliga för att uppnå vilken typ av mål. När det gäller hushållens skulder så finns det ett bolånetak och Finansinspektionen har aviserat höjda riskvikter för bolån. Dessutom bereds förslag på krav om att upprätta amorteringsplaner för att skapa en bättre amorteringskultur. Alla dessa åtgärder syftar direkt till att påverka hushållens skuldsättning och är därför lämpliga som medel för att dämpa utvecklingen när det gäller denna skuldsättning. Den penningpolitiska styrräntan är däremot inget lämpligt medel för att uppnå det målet.

Ekholm menade att hon i princip tyckte att det var bra att göra kontrafaktiska experiment som Svensson gjort. Att gå tillbaka och fråga sig hur ekonomin hade utvecklat sig med en annan penningpolitik kan ge viktiga insikter om de avvägningar som måste göras i penningpolitiken. Behovet av att göra den typen av analys diskuterades av direktionen vid ett tidigare penningpolitiskt möte i samband med att fördröjda effekter av penningpolitiken angavs som skäl till att inte sänka räntan i ljuset av låg inflation och hög arbetslöshet. Hon tyckte då att det i så fall var viktigt att reda ut när räntan borde ha sänkts för att utvecklingen skulle ha blivit en som direktionen var mer nöjd med. Hon ansåg fortfarande att det var bra att göra den typen av analys och skulle önska att den gjordes mer regelmässigt.

Slutligen ville hon kommentera det Wickman-Parak hade sagt om att Riksbankens inflationsprognoser fått mycket kritik för att ha varit dåliga. Ekholm ville instämma i Wickman-Paraks försvar av inflationsprognoserna och instämde även i att staben har gjort ett mycket bra prognosarbete. Det avspeglas bland annat i att Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen faktiskt varit ganska träffsäkra, vilket Wickman-Parak också påpekat. Men prognoserna för KPI-inflationen har tyvärr haft sämre träffsäkerhet. I Vårpropositionen visas att Riksbanken varit sämst av tio prognosmakare när det gäller att förutsäga KPI-inflationen, baserat på den metod för prognosutvärdering som utvecklats av Riksbanken för att ta hänsyn till att tidpunkten för prognosen spelar roll för tillgången till relevant information. Skillnaden mellan KPIF- och KPI-inflationen förklaras huvudsakligen av hur räntebesluten har påverkat bolåneräntorna, så vad det tyder på är att det snarare är direktionen som har gjort dåliga reporänteprognoser, än att staben skulle ha gjort dåliga inflationsprognoser.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ville bemöta af Jochnicks kommentar om att se utvecklingen i ett längre perspektiv. Han framhöll på nytt att enligt den befintliga och omfattande forskning och utredning som han hänvisat till, har penningpolitiken inte någon långsiktig effekt på bostadspriser, skuldsättning och bruttosoliditet.

Svensson menade att för att det ska vara motiverat att använda penningpolitiken för att påverka skuldsättningen så krävs det att tre påståenden är korrekta. Det första påståendet är att nivån på hushållens skulder i Sverige medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas. Det andra påståendet är att en högre reporänta märkbart kan minska dessa

risker och att den minskade risken är värd den lägre inflation och högre arbetslöshet den högre reporäntan orsakar. Det tredje påståendet är att det inte finns något bättre tillgängligt instrument, med större eller samma effekt på riskerna och mindre effekt på inflation och arbetslöshet. Enligt Svensson håller inte påståenden två och tre, och även påståendet ett kan ifrågasättas.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påminde om att anledningen till att det inte fanns någon gedigen analysapparat kring skuldsättningen förmodligen var att den inte varit i fokus för penningpolitiken generellt sett före krisen och att det numera är ett forskningsområde som det arbetas intensivt med.

Hon kommenterade även Svenssons analys om bruttosoliditeten, och påpekade att det fanns många exempel där den sett bra ut innan en kris, till exempel i USA innan finanskrisen 2008-2009. En god bruttosoliditet kan därför inte ses som en försäkring mot att kriser kan inträffa.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** svarade Wickman-Parak att hans poäng vad gällde bruttosoliditeten var att det inte räckte med att titta på en enda indikator.

Svensson hävdade att den analys av riskerna med skuldsättningen som majoriteten hänvisat till mest verkade bestå i ytliga jämförelser med andra länder, utan en ordentlig diskussion av orsaker till och utlösande faktorer till kriser i andra länder. "Svensk skuldkvot är på en nivå som gett problem i andra länder" är ett typiskt uttalande. Svensson framhöll att det alls inte var klart att det just var hushållens skuldkvot som medfört problem. Det kan vara så att bostäderna varit övervärderade, att kreditprövningen varit bristfällig eller att motståndskraften hos banker eller låntagare varit otillräcklig. Han frågade sig om det överhuvudtaget fanns något exempel på en ekonomi som haft en skuldkvot som Sverige och samtidigt liksom Sverige haft lågt byggande, sträng kreditprövning, välkapitaliserade banker, belåningsgrad och bruttosoliditet för hushållen på stabil historisk nivå, historiskt högt hushållsparande, goda statsfinanser, stabilt bytesbalansöverskott och inte varit överhettad, men som ändå råkat i kris.

Svensson ville också understryka att när det gällde vilka räntebanor han hade förespråkat var det rimligt att låta utgångsläget spela roll för den alternativa räntebanan. Vid hög ränta i utgångsläget är det inte självklart att gå i ett enda stort steg till 0,25 procent, utan det kan vara lämpligt att ta det i flera steg. Den ränta och räntebana som han har förespråkat genom åren har varit den som han har bedömt lämplig givet utgångsläget, inte den han nödvändigtvis skulle ha följt om utgångsläget varit 0,25 procent.

Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik, ville understryka att flera av de beräkningar som Svensson refererade till under mötet var hans egna, och inte hade kvalitetssäkrats av avdelningen för penningpolitik.¹¹

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen på det penningpolitiska mötet den 16 april. Han konstaterade att direktionen ser framför sig en gradvis återhämtning i ekonomin och räknar med en förbättring på arbetsmarknaden under nästa år. Samtidigt är inflationstrycket lågt. Utvecklingen sedan den penningpolitiska rapporten i februari har varit ungefär i linje med den bedömning som gjordes då. Allt fler indikatorer, i form av både så kallade mjuk- och hårddata, stödjer bilden av att tillväxtutsikterna förbättras både i Sverige och i delar av omvärlden. Utvecklingen i euroområdet är dock fortsatt mycket osäker och det finns risk för bakslag.

De största förändringarna jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari rör inflationen framöver och utvecklingen av hushållens skulder. Det bedöms ta längre tid innan inflationen stiger, och KPIF-inflationen når 2 procent först under 2015. Samtidigt finns tecken på att bostadspriserna ökar snabbare och det bidrar till att prognosen för hushållens skulder är uppreviderad.

Ingves konstaterade att direktionen var enig om att penningpolitiken behöver vara mer expansiv mot bakgrund av den låga inflationen, men det rådde delade meningar om hur expansiv. En majoritet i direktionen ansåg samtidigt att den höga skuldsättningen hos hushållen är någonting som penningpolitiken behöver beakta. Stigande skuldsättning bedöms öka riskerna för kraftigt stigande arbetslöshet och långvariga svårigheter att uppnå inflationsmålet på sikt.

En majoritet på fyra ledamöter bedömde därmed att det var lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent till andra halvåret 2014, ungefär ett år längre än vad som antogs i den penningpolitiska rapporten i februari. Den förda penningpolitiken bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen och inflationen samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme för en lägre reporäntebana och de förespråkade en sänkning av reporäntan till 0,75 respektive 0,50 procent och lägre räntebanor för att KPIF-inflationen skulle nå målet på 2 procent snabbare, samtidigt som arbetslösheten snabbare skulle komma närmare en långsiktigt hållbar nivå. De bedömde att dessa lägre räntebanor skulle leda till mycket små ökningar i hushållens skuldkvot och inte märkbart påverka eventuella risker förenade med hushållens skulder.

Ingves noterade att det vid dagens möte även hade resonerats kring reporäntans framtida utveckling. Skulle räntan behöva ändras den närmsta tiden är det något mer sannolikt att den sänks än att den höjs, vilket hänger samman med det låga

¹¹ Se Svenssons diagram i bilaga 1 för ytterligare information.

inflationstrycket och den fortsatt osäkra utvecklingen i euroområdet. Direktionen hade även diskuterat omvärldsutvecklingen, både risken för en sämre utveckling men också möjligheten till en bättre. Ledamöterna hade lyft frågan om kronan och dess betydelse för svensk ekonomi och inflationen, samt huruvida penningpolitiken bör beakta risker med hög skuldsättning. Diskussionen hade även kretsat kring hur mycket penningpolitiken kan påverka arbetslösheten och skuldkvoten.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen onsdagen den 17 april 2013 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,00 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 24 april 2013,
- att onsdagen den 17 april 2013 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 29 april kl. 9.30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan ligger kvar på 0,75 procent till och med tredje kvartalet 2014 för att successivt höjas till cirka 1,75 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att en räntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen och beslutet om reporäntan och räntebanan i uppföljningen. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,5 procent och sedan en räntebana som ligger på 0,25 procent från och med tredje kvartalet 2013 till och med tredje kvartalet 2014 och sedan stiger till 1,5 procent vid prognosperiodens slut. Detta motiveras av hans bedömning att uppföljningens prognoser för utländska styrräntor längre fram och utländsk tillväxt är överdrivet höga och att dess KPIF-prognos överdriver inflationstrycket. Hans räntebana ger då en prognos för KPIF-inflationen som är närmare inflationsmålet och en prognos för arbetslösheten som är närmare en långsiktigt hållbar nivå. Den utgör därför en bättre avvägd penningpolitik. Hans lägre räntebana skulle kanske öka

hushållens skuldkvot med ett par procentenheter inom ett par år men inte på lång sikt.
Den skulle inte märkbart påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

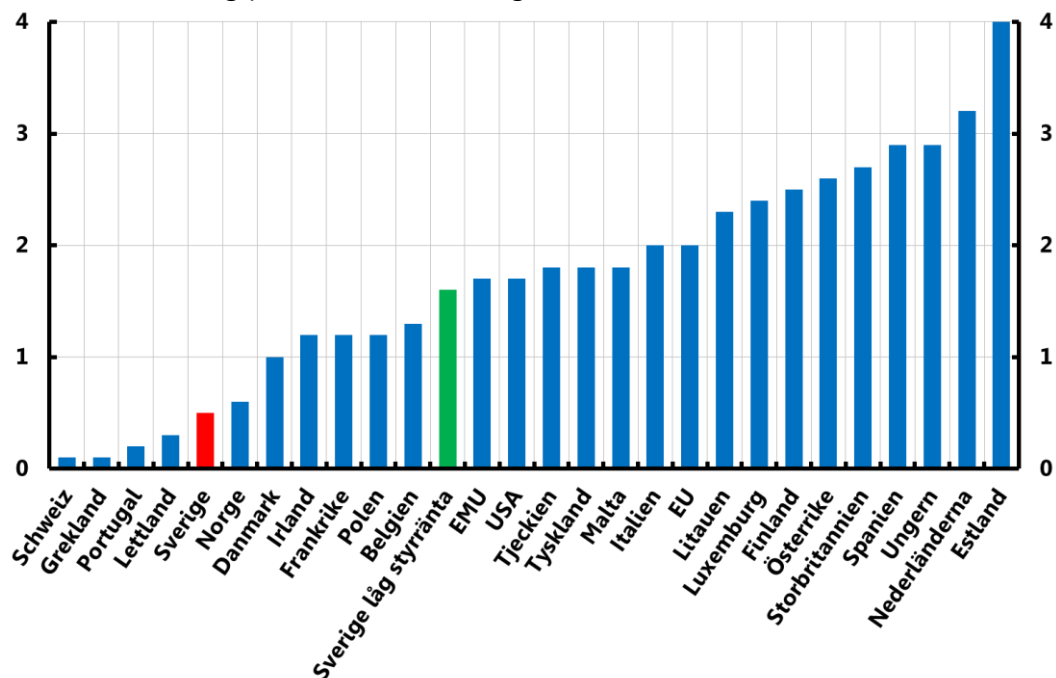
Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Bilaga 1.

Diagram 1. HIKP-inflation i utvalda länder

Februari 2013, årlig procentuell förändring

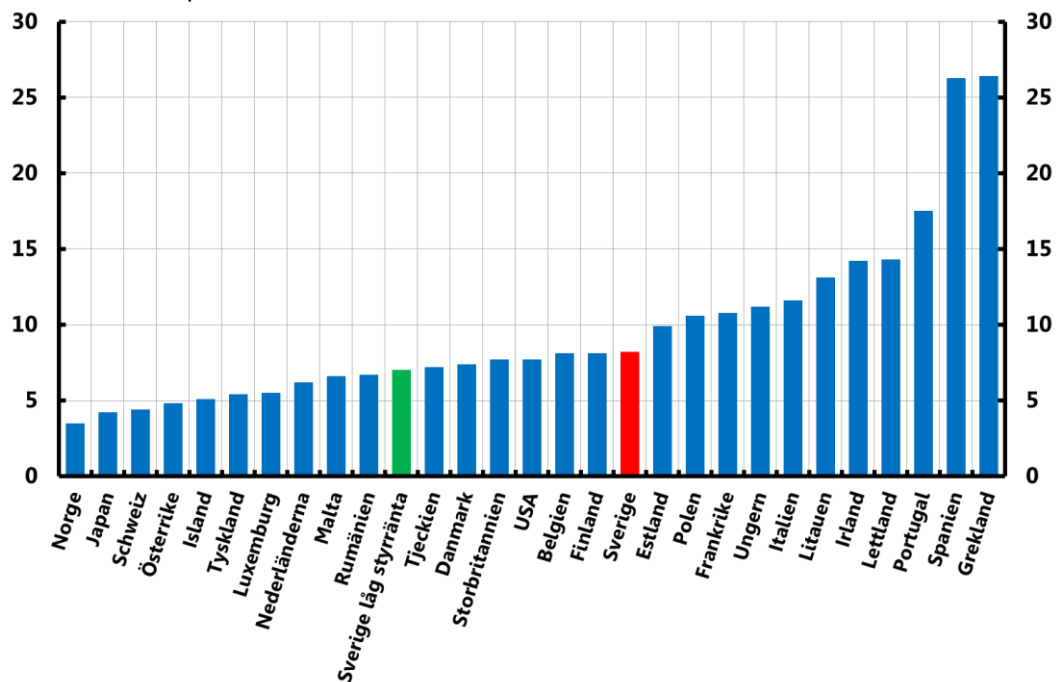


Anm. Vissa observationer från januari och december

Källa: Eurostat och egna beräkningar

Diagram 2. Arbetslöshet i utvalda länder

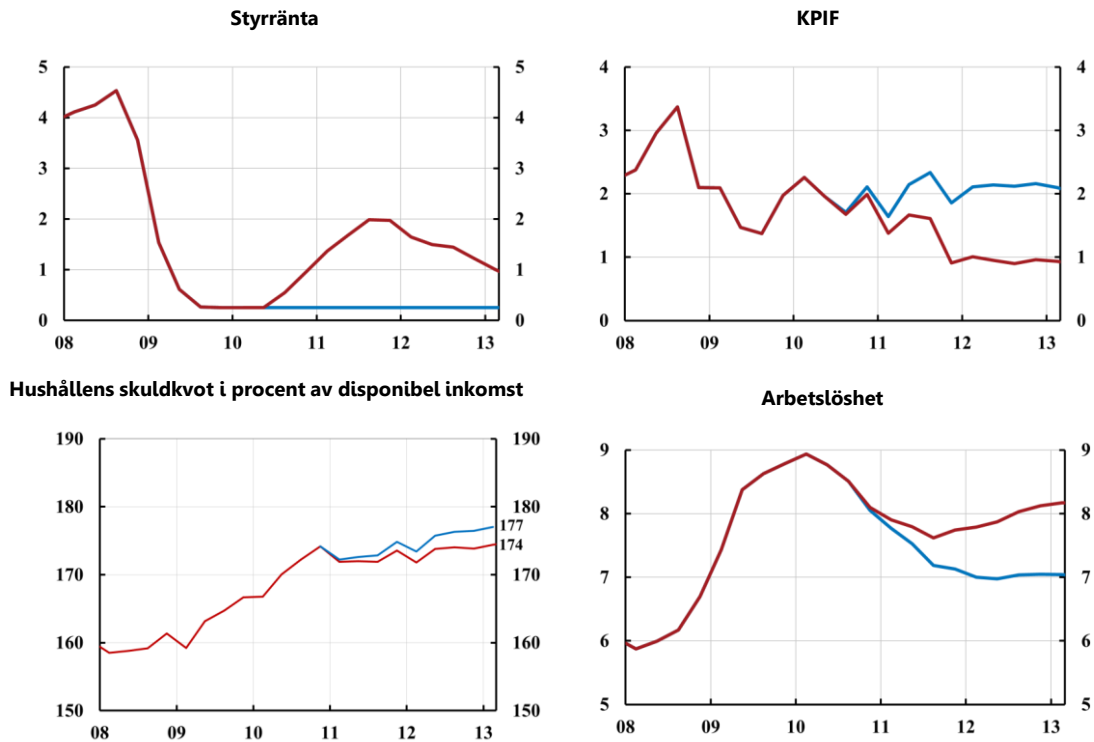
Februari 2013, procent av arbetskraften



Anm. Harmoniserad arbetslöshet. Vissa observationer från januari och december

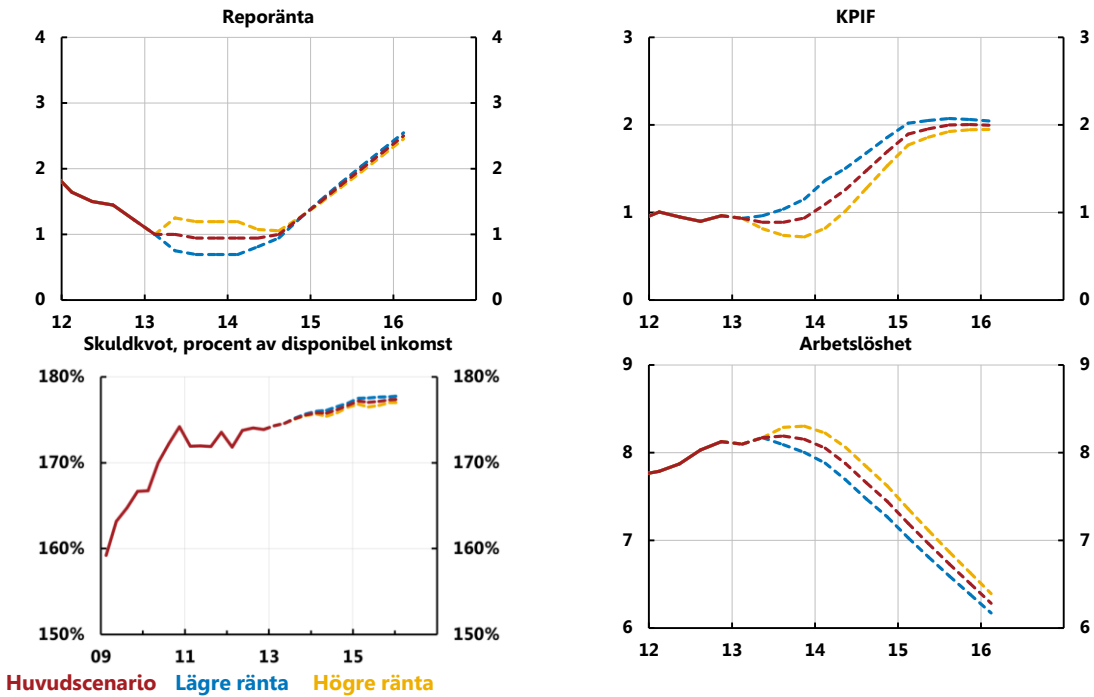
Källa: Eurostat, OECD och egna beräkningar

Diagram 3. Låg styrränta i förhållande till faktiskt utfall 2010-2012



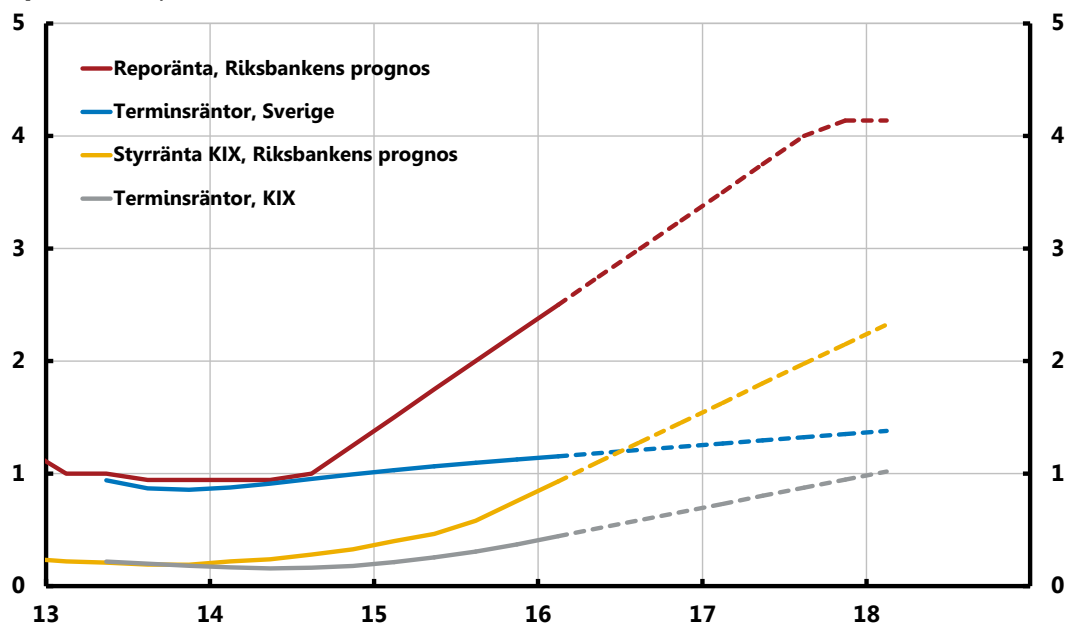
Källa: SCB, Riksbanken och egna beräkningar

Diagram 4. Penningpolitiska alternativ runt huvudscenariot inklusive effekter på skuldkvoten



Anm. Omvärldsrentor enligt huvudscenariot. Långsiktig arbetslöshet 6,25 %.
 Effekter enligt Ramses, delvis förväntat. Effekt på skuldkvot enligt egna beräkningar
 Källor: SCB, Riksbanken och egna beräkningar

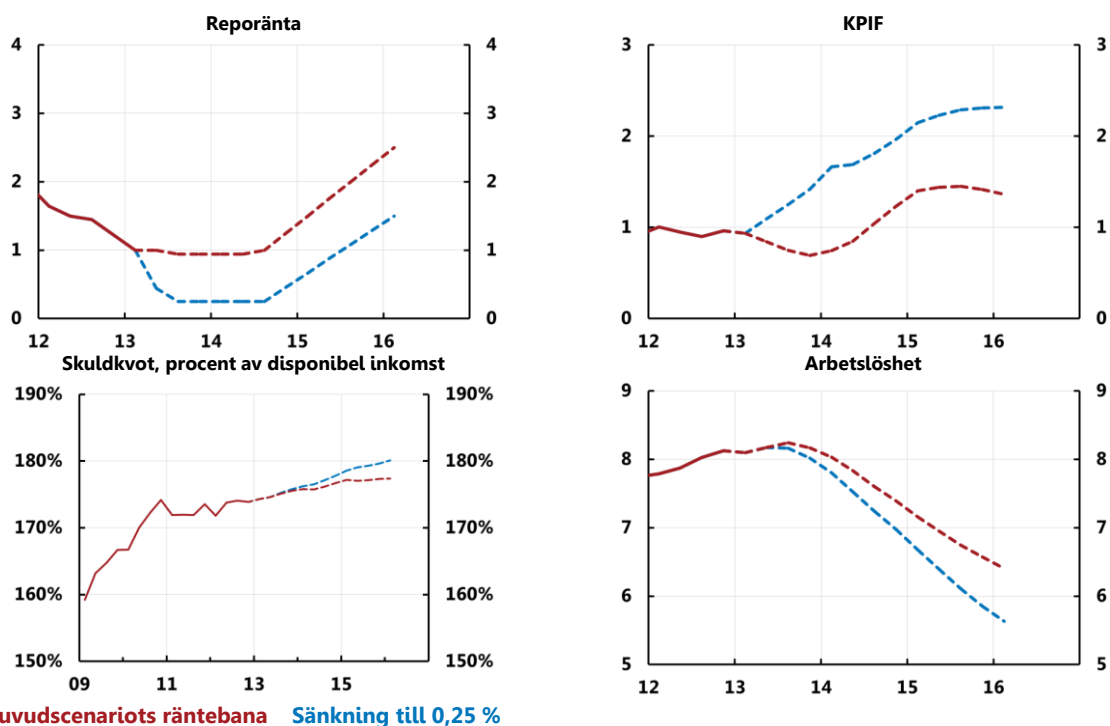
Diagram 5. Reporäntebana, terminsräntor och prognos för KIX-vägd styrränta, april 2013, procent



Anm. Terminsräntor från 3 april

Källor: Nationella källor, Reuters Ecowin, Riksbanken och egna beräkningar

Diagram 6. Penningpolitiska alternativ, april 2013

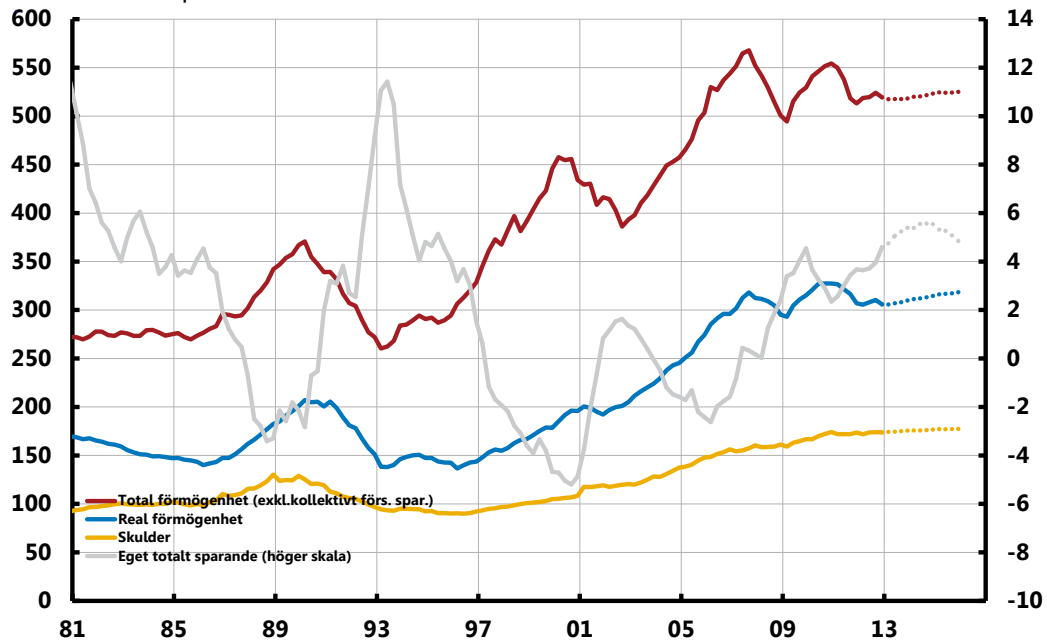


Anm. Omvärldsräntor enligt terminspriseringen

Effekter på skuldkvot enligt egna beräkningar

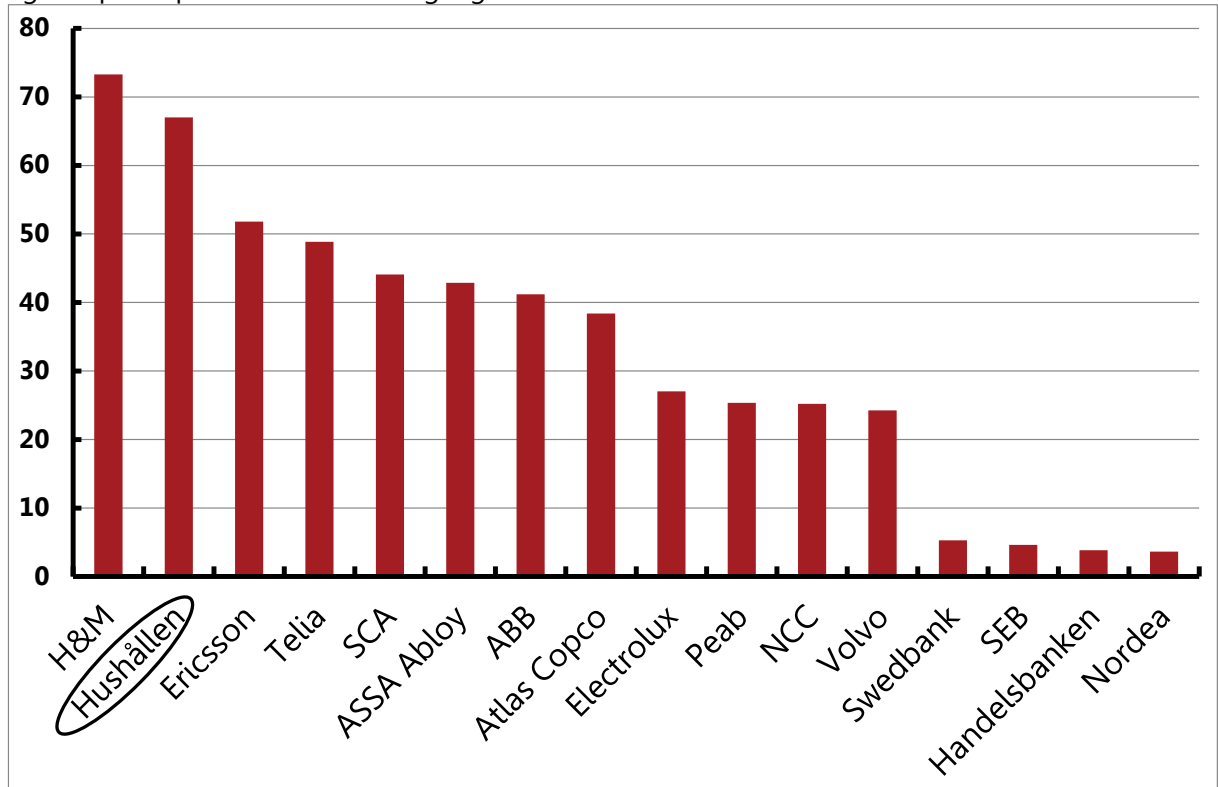
Källor: SCB, Riksbanken och egna beräkningar

Diagram 7. Hushållens totala tillgångar, rea tillgångar, skulder och sparande
 Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 8. Soliditet för hushållen, några stora börsbolag och svenska banker
 Eget kapital i procent av totala tillgångar



Källor: Dagens Industri och Riksbanken

Diagram 9. Hushållens bruttosoliditet
Nettoförmögenhet som andel av totala tillgångar (exkl. kollektivt försäkringssparande), procent



Källor: SCB och Riksbanken



Sveriges Riksbank

Besöksadress: Brunkebergs torg 11

Postadress: 103 37 Stockholm

www.riksbank.se

Telefon: 08 787 00 00, Fax: 08 21 05 31

E-mail: registratorn@riksbank.se