



Penningpolitiskt protokoll

december 2017

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 19 december 2017 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent. I mitten av 2018 väntas räntan börja höjas i långsam takt, vilket är samma bedömning som gjordes vid mötet i oktober. Direktionen har också beslutat att i januari 2018 inleda återinvesteringarna av de obligationer som förfaller under 2019.

Direktionen konstaterade att Riksbankens samlade bedömning av konjunktur- och inflationsutsikterna de kommande åren står sig jämfört med prognosen i oktober.

Konjunkturen i omvärlden stärks alltmer men det globala inflationstrycket är dämpat och normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden väntas gå långsamt. I Sverige är konjunkturen fortsatt stark och resursutnyttjandet är högre än normalt. KPIF-inflationen är liksom inflationsförväntningarna nära 2 procent.

Flera ledamöter konstaterade att även om KPIF-inflationen är 2 procent har det tagit lång tid och krävts mycket stöd av penningpolitiken för att uppnå detta. En förutsättning för att inflationen ska ligga kvar nära 2 procent även framöver är att penningpolitiken är fortsatt expansiv. Det är därför för tidigt att ändra inriktning på penningpolitiken.

Direktionen var enig om att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent med en del nyanser kring lämplig tidpunkt för att inleda långsamma räntehöjningar. Det fanns också olika syn på behovet av att tidigarelägga återinvesteringarna av statsobligationer. Stora förfall, på drygt 50 miljarder kronor, sker under första halvåret 2019. Dessutom tillkommer kupongbetalningar på totalt cirka 15 miljarder kronor från januari 2018 till juni 2019. En majoritet av direktionen ansåg att det är lämpligt att inleda återinvesteringarna av dessa förfall och kupongbetalningar redan i januari 2018 och låta dem pågå fram till och med första halvåret 2019. Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att öka tillfälligt under 2018 och början av 2019. Två ledamöter ansåg istället att det är mer lämpligt att först i ett senare skede ta ställning till om, och i så fall hur, förfallen under 2019 ska återinvesteras.

Flera ledamöter diskuterade aspekter på normaliseringen av penningpolitiken och vilket penningpolitiskt manöverutrymme Riksbanken har i förhållande till omvärldens centralbanker. I detta sammanhang framfördes att växelkursens utveckling är särskilt viktig.

Utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden diskuterades också. Att utbudet av bostäder har ökat och att bostadspriserna har dämpats är välkommet. Även om det finns risker kopplade till utvecklingen på bostadsmarknaden så konstaterades också att den starka konjunkturen i Sverige och omvärlden talar för att nedgången i bostadspriserna blir ganska måttlig.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 6

DATUM: 2017-12-19
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
Kerstin af Jochnick
Martin Flodén
Per Jansson
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley

Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Emma Brattström (§ 1-3A)
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Lena Eriksson
Mattias Erlandsson
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Jens Iversen
Jesper Johansson
Ola Melander
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Bengt Petersson
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Fredrik Wallin (§ 1-3A)

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Bengt Petersson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Emma Brattström från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i oktober har de penningpolitiska förväntningarna stigit lite i USA där den amerikanska centralbanken (Federal Reserve) i samband med sitt senaste penningpolitiska möte i december reviderade upp sin prognos för BNP-tillväxten. I USA har börsen fortsatt att stiga snabbt till följd av ökade förväntningar på att administrationens skattesänkingsförslag får stöd i kongressen och då ekonomin fortsätter att utvecklas väl. I euroområdet är de penningpolitiska förväntningarna oförändrade. Den europeiska centralbanken (ECB) reviderade upp prognosen för BNP-tillväxten i samband med sitt penningpolitiska möte i december, men inflationen är fortsatt låg och statsobligationsräntor har sjunkit. Norges bank reviderade vid sitt penningpolitiska möte i december upp sin prognosbana för styrräntan. I Sverige har de penningpolitiska förväntningarna reviderats ned marginellt och statsobligationsräntor sjunkit. Kronan har försvagats till följd av det relativt låga inflationsutfallet för oktober, BNP-utfallet för det tredje kvartalet som blev lägre än marknadsförväntningarna och oron för utvecklingen på bostadsmarknaden med sjunkande bostadspriser.

Inför dagens penningpolitiska beslut förväntas att reporäntan lämnas oförändrad. Flera svenska banker har i sina prognoser skjutit fram tidpunkten för en första räntehöjning från Riksbanken.

Jesper Hansson, avdelningschef på Avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 8, 11 och 15 december. På ett möte med direktionen den 14 december diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Hansson sammanfattade därefter den nya information som inkommit sedan den penningpolitiska rapporten i oktober. BNP-tillväxten i USA och euroområdet det tredje kvartalet blev högre än vad som förväntades i prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober och i euroområdet har de flesta indikatorer för tillväxten de kommande kvartalen stärkts. I Sverige var BNP-utfallet för det tredje kvartalet, 3 procent i uppräknad årstakt, något svagare än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i oktober. Efterfrågan ökade ungefär i linje med prognos, men importen var överraskande stark. Indikatorer för tillväxten pekar på en fortsatt stark utveckling i svensk ekonomi och BNP-prognosen för 2018 i utkastet till penningpolitisk rapport är oförändrad på 2,9 procent. Genomsnittliga bostadspriser föll med sammanlagt fem procent under tre månader fram till och med november. Kronans växelkurs har blivit svagare än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i oktober, men väntas på sikt stärkas till ungefär samma nivå som i bedömningen i oktober. Sedan det penningpolitiska mötet i oktober har två nya inflationsutfall publicerats. KPIF-inflationen för oktober på 1,8 procent var något lägre än vad

som förväntades i rapporten i oktober, medan utfallet för november, på 2,0 procent, var något högre än väntat. Exklusive energi var KPIF-inflationen endast marginellt högre än väntat.

Återhämtningen i omvärlden fortsätter och prognosen för BNP-tillväxten för Sveriges viktigaste exportmarknader, KIX-länderna, är något uppreviderad jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Detta beror på de starka BNP-utfallen och kortsiktsindikatorerna som publicerats den senaste tiden, inte minst i euroområdet. Trots den gynnsamma efterfrågeutvecklingen är inflationstrycket relativt lågt och inflationen bedöms endast öka långsamt framöver. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober har inflationsprognosen för KIX-länderna reviderats upp lite på kort sikt vilket främst beror på ett högre oljepris. ECB beslutade i oktober att förlänga sina nettoköp av tillgångar till åtminstone september 2018. Federal Reserve höjde i enlighet med marknadsförväntningar sin styrränta med 0,25 procentenheter på sitt penningpolitiska möte i december och redovisade prognoser med fortsatta höjningar av styrräntan under 2018. Penningpolitiken i omvärlden väntas i utkastet till den penningpolitiska rapporten sammantaget vara expansiv med endast försiktiga höjningar av styrräntor kommande år.

Tillväxten i svensk ekonomi är hög och förväntas enligt utkastet till den penningpolitiska rapporten bli så även en bit in på 2018, men mattas sedan av när nybyggandet av bostäder minskar och tillväxten på exportmarknaderna dämpas. Den starka BNP-tillväxten har skett samtidigt som sysselsättningen ökat rejält. Tecknen på en stram arbetsmarknad blir allt tydligare. Företagen rapporterar stor brist på arbetskraft och rekryteringstiderna är långa. Arbetslösheten väntas därför i utkastet till den penningpolitiska rapporten sjunka endast något ytterligare, till 6,5 procent 2018. Inflationen mätt med KPIF bedöms stabiliseras kring 2 procent. Ett högre resursutnyttjande i både Sverige och omvärlden bidrar till att höja inflationen medan den förstärkning av kronan som förutses i prognosen bidrar till att dämpa prisutvecklingen. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober är prognosen för inflationen uppreviderad för 2018 till följd av kronförsvagningen som skett och högre oljepriser.

Prognoserna i den penningpolitiska rapporten bygger på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på – 0,50 procent. Reporäntan väntas ligga kvar på denna nivå fram till mitten av 2018 då en period med långsamma räntehöjningar inleds. Vid årets slut kommer Riksbanken att ha köpt statsobligationer med ett nominellt värde på 290 miljarder kronor. Prognosen bygger på att förfall och kupongbetalningar återinvesteras i jämn takt framöver. Stora förfall sker 2019 och för att bibehålla Riksbankens närvaro i marknaden påbörjas återinvesteringarna i januari 2018. Köptakten går då ned från omkring 1,5 miljarder kronor per vecka under andra halvåret 2017 till omkring 1 miljard kronor per vecka under 2018 fram till och med juni 2019.

De viktigaste frågorna under beredningsprocessen som lett fram till det penningpolitiska mötet är utvecklingen på bostadsmarknaden och strategin för normaliseringen av penningpolitiken.

Med anledning av den senaste tidens nedgång i bostadspriser har det gjorts en närmare analys av utvecklingen på bostadsmarknaden. Bostadspriserna har fallit i tre månader, men omsättningen är jämförelsevis stabil. Bedömningen i utkastet till den penningpolitiska rapporten är att den starka konjunkturen ger en fortsatt stark efterfrågan på bostäder som tillsammans med en dämpning i bostadsbyggandet innebär att nedgången i priserna blir måttlig.

Bostadsinvesteringarna förutses minska under prognosperioden och har reviderats ned jämfört med bedömningen i oktober. Spridningseffekterna av fallande bostadspriser till andra delar av ekonomin bedöms i prognosen bli små.

Med en stark konjunktur och inflation nära målet bedöms penningpolitiken bli mindre expansiv framöver. Det aktualiserar frågan hur höjningar i reporäntan kommer att samordnas med Riksbankens innehav av statsobligationer. I en fördjupning i utkastet till den penningpolitiska rapporten redogörs för Riksbankens övergripande strategi för normalisering av penningpolitiken, som liknar den som valts av andra centralbanker. Först avslutas nettoköpen av obligationer, men förfall och kupongbetalningar fortsätter att återinvesteras. Därefter höjs reporäntan långsamt. När reporäntan har höjts till en lämplig nivå kan återinvesteringarna trappas ned eller avslutas helt så att obligationsinnehavet minskar. En särskild omständighet för Riksbanken är att det i Sverige bara finns ett fåtal antal utgåvor av statsobligationer, vilket innebär att förfallen sker i stora steg. Återinvesteringarna behöver därför spridas runt tidpunkten för förfallen och de kan även tidigareläggas så som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Det är förstås osäkert i vilken takt penningpolitiken behöver stramas åt och den kan även behöva göras mer expansiv igen. Exakt hur normaliseringen av penningpolitiken kommer att se ut beror på hur ekonomin utvecklas.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att ställa sig bakom beskrivningen av det ekonomiska läget och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport, samt förslaget till penningpolitiskt beslut.

Den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas starkt och i linje med Riksbankens förra prognos. En osäkerhetsfaktor vid det penningpolitiska beslutet i oktober var i vilken utsträckning den europeiska centralbanken ECB skulle fortsätta sin expansiva penningpolitik och i vilken utsträckning detta skulle kunna påverka Riksbankens penningpolitiska manöverutrymme. Bakgrunden är, som Skingsley tidigare beskrivit, att stimulanser hos Sveriges handelspartners visserligen är gynnsamt också för svensk ekonomi men att alltför stora skillnader i penningpolitiken skulle kunna orsaka en ofördelaktig kronförstärkning. Vid dagens möte står det klart att ECB bedriver en fortsatt penningpolitik i linje med Riksbankens oktoberprognos och det är bra att ha denna information vid bedömningen av läget, konstaterade hon. Den svenska konjunkturstyrkan och en inflation nära målet ökar visserligen Riksbankens utrymme att avvika

från ECBs politik, enligt Skingsley. Samtidigt kommer det även framöver krävas vaksamhet så att inte ränteskillnader orsakar en växelkursrörelse som blir ett problem för inflationsmålsuppfyllelsen.

Skingsley övergick sedan till att kommentera nedrevideringen av bostadsinvesteringarna i utkastet till penningpolitisk rapport. Under ett antal år har utbudet av bostäder varit i underkant i förhållande till efterfrågan och har därför bidragit till de kraftiga prisuppgångarna på bostadsmarknaden. De senaste årens stundtals överraskande starka uppgång i bostadsbyggandet ser Skingsley därför som en välkommen förändring. Detta ökade utbud dämpar nu prisuppgångarna och det hade nog varit konstigt om inte ett ökat utbud förr eller senare skulle få den effekten. Det är naturligt att det ökade utbudet även dämpar hushållens förväntningar om fortsatta prisuppgångar.

Att omsvängningen i bostadspriser bidrar till en viss avmattning av bostadsinvesteringarna är också begripligt, fortsatte Skingsley. Hon förklarade vidare att hon räknar med att osäkerheterna gällande bostadspriser och bostadsinvesteringar kommer att bestå ytterligare en tid och verkar dämpande på tillväxten i enlighet med prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Samtidigt tar hon fasta på att konjunkturen alltjämt är stark och att bostadsbehoven i Sverige talar för ytterligare bostadsinvesteringar. Det är emellertid möjligt att dessa investeringar kommer att dras ut mer i tiden än vad som har antagits tidigare.

I övrigt står sig alltså prognosen i huvudsak, konstaterade Skingsley och gick över till frågan om lämplig penningpolitik. Skingsley förklarade sitt stöd för att lämna reporäntan oförändrad och att lämna reporäntebanan oförändrad. När det gäller obligationsköp och hanteringen av obligationsportföljen ville hon först påminna om att hon reserverat sig mot de nyinvesteringar i statsobligationer som har beslutats sedan andra halvåret 2016. Detta på basis av hennes bedömning att penningpolitiken inte behövt bli mer expansiv, och att hon haft ett visst mått av tålmod med prognosbesvikelser framåt.¹

Med den starka makroekonomiska utvecklingen, inklusive inflation nära 2-procentsmålet, ser Skingsley i nuläget inga argument för att köpa ytterligare obligationer i syfte att utöka penningpolitikens expansivitet. Dock återstår frågor kring hur den redan inköpta portföljen av statspapper ska hanteras.

Man kan tänka sig olika handlingsalternativ vad gäller hanteringen av portföljen, fortsatte Skingsley. Ett alternativ är att redan vid dagens möte deklarerar att inköpta obligationer kommer att tillåtas förfalla utan att de erhållna medlen återinvesteras, och att portföljen därmed tillåts krympa i takt med förfallen. Ett sådant ställningstagande idag skulle enligt Skingsley uppfattas som ett åtagande att göra penningpolitiken mindre expansiv i takt med att obligationerna

¹ Ett längre resonemang kring köp av ytterligare obligationer finns i "Ett år av minusränta. Var står vi?", anförande av Cecilia Skingsley på Danske Bank 7 april 2016.

förfaller. Mot bakgrund av att det har tagit så lång tid och krävts så mycket penningpolitisk expansion för att återföra inflationen till målet skulle det alternativet vara alltför riskfyllt. En mer gradvis anpassning av penningpolitikens grad av expansivitet är att föredra, enligt Skingsley.

Nästa alternativ är att ta ställning till eventuella återinvesteringar först när förfall närmar sig, fortsatte Skingsley. Det alternativet skulle bibehålla den nuvarande penningpolitikens expansivitet och samtidigt upprätthålla flexibilitet om vilket vägval som är bäst först när förfallet närmar sig. Det är ett alternativ Skingsley finner tilltalande. För 2018 förfaller inga obligationer i Riksbankens portfölj, men betydande förfall, på 50 miljarder kronor, är att vänta första halvåret 2019. Hanteringen av kommande förfall kommer dock att behöva göras i en miljö där det fortfarande finns ett behov av att se upp för tänkbara ofördelaktiga växelkurseffekter av ECB:s fortsatta expansionsinsatser och där de svenska inflationsförväntningarna alltjämt är präglade av den långa perioden av låg inflation.

Till detta kommer, enligt Skingsley, växande tecken på att statspappersmarknaden fungerar sämre. Hon tror att det är en svårlöst uppgift att entydigt svara på hur väl statspappersmarknaden fungerar, och i vilken utsträckning den påverkas av Riksbankens obligationsköp. Likväl finns det indikationer hon inte vill bortse från. Investerare uppger till exempel svårigheter att göra stora portföljförändringar. Tendenser till att indikativa priser och verkliga avslutspriser skiljer sig är ett annat tecken på sämre marknadsfunktioner. Att vara investerare och inte kunna ändra sina innehav på ett effektivt sätt är avhållande för framtida marknadsnärvaro. I förlängningen skulle marknadsräntor kunna komma att stiga när eventuella Riksbanks-obligationsköp sker, vilket skulle vara tvärtemot Riksbankens intentioner. Långvarig osäkerhet om hur Riksbanken hanterar kommande förfall skulle kunna riskera att försämra marknadsfunktionerna.

För att bidra till förutsägbarhet för statspappersmarknaden är Skingsleys slutsats därför att redan idag besluta om återinvesteringar av förfallen under första halvåret 2019 och att utjämna dessa över de kommande 18 månaderna. Sett över hela prognosperioden blir då den penningpolitiska expansiviteten ungefär densamma som i alternativet att vänta med återinvesteringsbeslutet.

Vad gäller senare förfall är det för Skingsley ännu en öppen fråga om dessa ska återinvesteras eller inte. Enligt henne är ett lämpligt tillvägagångssätt att reporäntehöjningarna ska ha pågått en tid innan det blir aktuellt att börja avveckla portföljen. I den mån Riksbanken behöver justera penningpolitiken blir då återigen reporäntan det främsta verktyget.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att ställa sig bakom bedömningarna och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport och förklarade att hon stödjer förslaget att hålla reporäntan och reporäntebanan oförändrade. Vidare sa hon att det finns goda skäl till att redan 2018 påbörja återinvesteringarna av de stora förfall av statsobligationer som kommer i början av 2019.

När det gäller utvecklingen globalt så fortsätter konjunkturen att stärkas såväl i euroområdet som i USA. Världshandeln med varor har fortsatt att öka i god takt och globala index för exportorder ger goda förutsättningar för en fortsatt positiv trend i handeln. För euroområdets del ser tillväxten ut att bli något starkare än vad Riksbanken tidigare räknat med. En öppen fråga är om prognosen möjligen underskattar återhämtningen i euroområdet. Förtroendet hos hushåll och företag förefaller nu vara på höga nivåer och tillväxten stiger brett i många länder och sektorer. Till detta kommer en allt större optimism och politisk enighet om att stärka eurosamarbetet. Läget för ett fördjupat eurosamarbete är strategiskt riktigt i perspektiv av att konjunkturen blir allt bättre. De pågående förhandlingarna mellan EU och Storbritannien om Brexit stärker sannolikt också euroområdet eftersom många företag som hittills haft sin bas i Storbritannien nu även etablerar sig i euroområdet. Den underliggande inflationsutvecklingen i euroområdet är dock fortsatt svag och ECB bedöms bedriva en mycket expansiv penningpolitik under kommande år.

Utvecklingen i USA ser fortsatt god ut och den föreslagna skattereformen kommer sannolikt att ge en liten och temporär ökning av tillväxten. Tillväxtprognosen är något uppreviderad i år och nästa år. Det underliggande inflationstrycket har varit ganska lågt, bland annat till följd av en måttlig löneökningstakt i relation till den låga arbetslösheten. Fortsatt stigande resursutnyttjande bidrar dock till att inflationen bedöms öka framöver. Det globala inflationstrycket är alltså fortfarande ganska svagt. Normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden går i långsam takt. Samtidigt är det viktigt att notera att de stora centralbankerna befinner sig i olika penningpolitiska faser, enligt af Jochnick. Det framgår tydligt av hur den implicita terminsräntekurvan förändrats under hösten. I USA har terminsräntekurvan skiftat upp något sedan oktober. I euroområdet däremot är terminsräntekurvan i stort sett oförändrad, vilket innebär att styrräntan förväntas höjas först under 2019. ECB:s tydliga kommunikation om oförändrad styrränta under lång tid är en viktig förklaring till detta. Skillnaden mellan amerikanska och europeiska räntor kommer att vidgas under 2018 eftersom Federal Reserve förväntas genomföra flera räntehöjningar. Det är rimligt att valutamarknaden och kronkursen påverkas av skillnaderna i penningpolitik. Detta kan också vara en delförklaring till kronförsvagningen under hösten.

Utvecklingen i Sverige följer väl de prognoser som Riksbanken presenterat under hösten, fortsatte af Jochnick. Konjunkturprognosen för Sverige är i stort sett oförändrad. Men bostadsinvesteringarna bedöms bli något lägre än i föregående prognos, till följd av nedgången i bostadspriserna. Effekterna på BNP-tillväxten motverkas dock delvis av en starkare efterfrågan från omvärlden. Tillväxten bedöms bli något lägre än i förra prognosen men konjunkturen fortsätter vara stark och resursutnyttjandet högre än normalt under prognosperioden. Den senaste undersökningen från Prospera visar att inflationsförväntningarna minskade marginellt bland penningmarknadens aktörer. Men sedan 2014 har inflationsförväntningarna stigit på både kort och lång sikt och är nära 2 procent, för både KPI och KPIF. Sedan 2014 har även inflationen

stigit. I november uppgick KPIF-inflationen till 2,0 procent. Den goda utvecklingen för inflationsförväntningar och inflation beror på att penningpolitiken varit mycket expansiv, poängterade af Jochnick. Riksbanken värnar inflationsmålets roll som ankare för pris- och lönebildningen. Genom att fortsätta med en expansiv penningpolitik enligt prognosen bedöms inflationen ligga stabilt nära 2 procent under prognosperioden.

Generellt kvarstår osäkerhet till följd av faktorer i omvärldsutvecklingen som Riksbanken lyft tidigare. Det handlar om geopolitisk osäkerhet i omvärlden, konsekvenserna av Brexit, sårbarhet i det europeiska banksystemet och annat. När det gäller den svenska ekonomin är bostadsmarknaden nu en mer uppenbar riskfaktor än tidigare, enligt af Jochnick.

Eftersom Riksbanken har framhåvt problemen i bostadsmarknaden under flera års tid är det välkommet att det nu finns en mer allmän förståelse för att utvecklingen för bostadspriser och skuldsättning inte varit långsiktigt hållbar, sade af Jochnick. De prisnedgångar som hittills ägt rum är inte överraskande och behovet av strukturella förändringar på bostadsmarknaden är fortsatt stort. Riksbanken har i den senaste stabilitetsrapporten pekat på behov av åtgärder vad gäller såväl regleringar som skatter.

Det är således inte tillräckligt med en dämpning av prisutvecklingen, fortsatte af Jochnick. Långsiktigt behövs åtgärder som skapar en effektiv bostadsmarknad där utbud och efterfrågan matchar varandra bättre än idag. Det finns en risk att problemen på bostadsmarknaden spiller över till det finansiella systemet. En inte oväsentlig del av bostadsfinansieringen sker genom säkerställda obligationer i utländsk valuta. Därför får inte förtroendet för bostadsmarknaden eller banksystemet skadas. Med en väl fungerande bostadsmarknad så skulle bättre förutsättningar skapas för en stabilare utveckling i svensk ekonomi. Det skulle minska den sårbarhet för samhället som en hög skuldsättning i hushållssektorn utgör.

Sammantaget gjorde af Jochnick bedömningen att den makroekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet i oktober inte motiverar någon förändring av penningpolitiken. Vad gäller återinvesteringarna av de obligationer som förfaller under 2019 så tycker hon att det finns flera skäl till att fördela ut återköpen under en längre tid. Även om Riksbanken tycker att statsobligationsmarknaden fungerar väl så kan det uppstå risker när det gäller bland annat likviditeten på marknaden. Med tanke på de stora förfall som kommer 2019 är det inte rimligt att vänta med återköpen tills de ägt rum. Genom att påbörja återköpen redan i januari 2018 så sprids de ut under en längre tid. Riksbanken upprätthåller då närvaron i statsobligationsmarknaden. Aktörerna på marknaden vet därmed att Riksbanken återkommer med auktioner regelbundet och i en takt som blir jämn över 18 månader.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att två nya utfall har publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna sedan det penningpolitiska mötet i oktober. Det senaste inflationsutfallet, som avsåg november, rapporterade en KPIF-inflation på 2,0 procent. I den penningpolitiska rapporten i oktober antogs att utfallet skulle bli 1,7 procent. Att inflationen

var helt i linje med målet är förstås glädjande, särskilt eftersom prognosen var att den skulle falla tillbaka och ligga ganska tydligt under 2 procent. Men det ska samtidigt noteras att i stort sett hela den positiva överraskningen berodde på att energipriserna steg snabbare än väntat. Rensat för energipriser uppgick utfallet till strax under 1,8 procent, vilket bara var marginellt högre än prognosticerat i oktober.

Jansson noterade att de nya utfallen för inflationsförväntningarna, som gällde Prosperas månadsundersökning i november och kvartalsundersökning i december, föll, med något undantag, för samtliga respondenter och tidshorisonter, vilket var en negativ överraskning. Det är möjligt att den relativt stora inflationsnedgången mellan september och oktober, från 2,3 till 1,8 procent, spelade roll här. Det går heller inte att utesluta att den senaste tidens ganska kraftiga dämpning av bostadspriserna kan ha haft en inverkan. Sammantaget ligger dock förväntningarna fortfarande nära inflationsmålet. Och när det gäller förväntningarna på inflationen om två och fem år har nedgången faktiskt inneburit att avvikelserna från målet nu i de flesta fall är mindre än tidigare.

Hur inflationsförväntningarna utvecklas framöver är avgörande för Riksbankens förutsättningar att hålla inflationen kvar nära 2 procent. Betydelsen av enskilda utfall ska förstås inte överdrivas. Men om förväntningarna skulle fortsätta att falla lika brett och mycket som nu skett uppstår förr eller senare ett skarpt läge i penningpolitiken, menade han. Detta är något som Jansson sa att han skulle ta med sig som en viktig fråga till de penningpolitiska diskussionerna under våren.

Trots den ovälkomna nedgången i inflationsförväntningarna är det svårt att komma fram till någon annan slutsats än att den aktuella inflationsbilden fortsätter att vara ganska ljus. Det är förstås bra men det gäller också att detta håller i sig, underströk Jansson. Det ledde honom över till prognosen för inflationen.

De prognosjusteringar som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport är sammantaget ganska små. Bedömningen för KPIF-inflationen exklusive energipriser är mer eller mindre oförändrad. Visserligen har kronans växelkurs utvecklats oväntat svagt sedan oktober och det pressar upp prognosen för den importerade inflationen. Men effekterna motverkas av att BNP-tillväxten nu beräknas bli långsammare än tidigare. Precis som i oktober bedöms inflationen exklusive energipriser stabiliseras nära 2 procent mot slutet av nästa år. Högre energipriser gör att prognosen för KPIF-inflationen skrivs upp något det närmaste året. En viktig skillnad jämfört med oktoberrapporten är därmed att inflationen på kort sikt inte längre väntas falla tillbaka utan ligga kvar nära 2 procent under hela prognosperioden, konstaterade han.

I utkastet till penningpolitisk rapport antas att måluppfyllelsen för inflationen under kommande år ska kunna bli god även om Riksbanken nu inte förlänger sina nettotillgångsköp och senarelägger tidpunkten för en första höjning av reporäntan, fortsatte Jansson. För egen del kände han, precis som tidigare, en ganska stor tveksamhet kring huruvida en sådan penningpolitik kommer att gå att förena med en inflationstakt som ligger kvar nära

inflationens målet. Jansson valde ändå att ställa sig bakom både prognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Han sa att han strax skulle återkomma till hur han hade resonerat för att komma fram till detta.

Först ville Jansson dock kort sammanfatta de viktigaste skälen till att man kan se ett behov av en mer expansiv svensk penningpolitik i det här läget. Sverige är en liten öppen ekonomi med omfattande handel med andra länder, framför allt övriga Europa. Om det ekonomiska läget förbättras i de här länderna så går det också bättre för Sveriges ekonomi. Och det omvända gäller förstås om det ekonomiska läget i omvärlden blir sämre. När det gäller kopplingen till euroländernas penningpolitik måste Riksbanken givetvis inte slaviskt följa varenda rörelse som där sker. Men om avvikelsen blir stor kan effekterna på kronans växelkurs bli svåra att hantera, framhöll han.

Det som diskuteras nu gäller är på vilket sätt Riksbanken ska bedriva sin penningpolitik så att kronans växelkurs de kommande åren stärks långsamt och under ordnade former. För att uppnå detta får normaliseringen av den svenska penningpolitiken inte inledas för tidigt. ECB meddelade i oktober att nettotillgångsköpen förväntas fortlöpa till slutet av september 2018, eller längre om så skulle behövas, och åtminstone till dess att banan för inflationen har anpassats på ett hållbart sätt mot inflationens målet. Det meddelades samtidigt att köptakten per månad beräknas sänkas från 60 till 30 miljarder euro efter årsskiftet. ECB har även kommunicerat att dess styrräntor förväntas ligga kvar på nuvarande nivåer under lång tid och långt efter att nettoköpen av tillgångar har avslutats. Janssons slutsats var att ECB alltså fortsätter att göra sin penningpolitik mer expansiv, både genom att förlänga nettotillgångsköpen och genom att hålla fast vid att en räntehöjning kommer att ske först långt efter att dessa köp har upphört.

Vad ECB menar med "långt efter" är förstås inte lätt att veta men det kan i alla fall konstateras att många ekonomer och marknadsaktörer har uppfattningen att en första räntehöjning kommer att dröja till omkring mitten av 2019.² I sammanhanget kan det vara av intresse att notera att prognosen för euroområdet HIKP-inflation i utkastet till penningpolitisk rapport är 1,5 procent 2019 och 1,7 procent 2020. Om detta betyder att banan för inflationen har anpassats på ett hållbart sätt mot inflationens målet, i ECB:s mening, kan säkert diskuteras, resonerade han.

För att försöka förstå vad "långt efter" betyder kan man också jämföra med andra centralbanker som redan avslutat sina nettoköp och börjat höja styrräntan. Federal Reserve gjorde sina sista tillgångsköp i oktober 2014 och började höja räntan i december 2015. Bank of England avslutade sina köp i januari 2017 och höjde styrräntan för första gången i november 2017.³ Jansson påpekade att det naturligtvis inte går att veta om ECB kommer att agera på liknande sätt. Men

² Enligt Bloomberg survey, 4-7 december.

³ Här bortses från komplikationen att Bank of England avslutade sina köp för första gången i november 2012 och återupptog dem i augusti 2016, efter Brexit-omröstningen.

om så skulle bli fallet innebär det att ECB:s första räntehöjning kan komma så sent som mot slutet av 2019 eller till och med i början av 2020.

Det här, menade han, är starka argument mot att inte förlänga nettotillgångsköpen och något senarelägga tidpunkten för en första höjning av reporäntan. Det handlar inte om att Riksbanken måste börja normalisera penningpolitiken vid precis samma tidpunkt som ECB. Men att ligga ett år eller kanske mer före ECB blir helt klart en tuff utmaning för en liten öppen ekonomi som den svenska.

Hur går då de här synpunkterna ihop med att inte reservera sig mot de penningpolitiska antagandena som görs i utkastet till penningpolitisk rapport? Det enklaste och mest rättframma sättet att förlänga nettotillgångsköpen hade förvisso varit att fatta beslut om nya köp. Men det förslaget bedöms nu inte få stöd av en majoritet i direktionen. Ett förslag som däremot bedöms få stöd av en majoritet är att tidigarelägga återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar så att dessa inleds redan i januari nästa år. Under första halvåret 2019 sker stora förfall på drygt 50 miljarder kronor. Dessutom erhålls kupongbetalningar mellan januari 2018 och juni 2019 på totalt cirka 15 miljarder kronor. Detta belopp om sammanlagt cirka 65 miljarder kronor återinvesteras jämnt och kontinuerligt under perioden januari 2018 till juni 2019. Det här innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att fortsätta att öka under hela 2018 och början av 2019. I den meningen leder alltså också detta förslag till att penningpolitiken blir mer expansiv under en hyggligt lång period, även om det förstås inte är samma sak som att förlänga nettotillgångsköpen med avsikt att hålla tillgångarna länge på balansräkningen. Jansson kunde mot den här bakgrunden ändå ställa sig bakom förslaget.

Att reporäntebanan föreslås vara helt oförändrad såg Jansson dock som lite mer svårsmält. Om man, som Jansson, uppfattar att ett viktigt syfte med de tidigarelagda återinvesteringarna är att göra penningpolitiken mer expansiv blir det givetvis lite motsägelsefullt att hålla fast vid att räntan ska börja höjas en relativt kort tid efter det att dessa investeringar inletts. Varför skulle man på detta sätt vilja gasa och bromsa samtidigt? frågade han sig. Problemet hade kunnat mildras en del om man hade senarelagt tidpunkten för en första höjning av reporäntan en aning, kanske till en bit in på hösten nästa år, och vid behov hade anpassat takten i återinvesteringarna så att penningpolitiken sammantaget inte blir alltför expansiv.

Trots dessa betänkligheter och invändningar valde Jansson i det här läget att avstå även från att reservera sig mot den föreslagna reporäntebanan. Det är när allt kommer omkring bara en prognos på hur direktionen kommer att agera och det kommer under våren att finnas möjlighet att återkomma till denna fråga vid ett antal tillfällen. Då kommer det också att finnas mer information för att bedöma om farhågorna för en för tidig normalisering av penningpolitiken är befogade eller inte.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställde sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och även prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport,

inklusive prognosen för vilken reporänta som kommer att vara lämplig de kommande åren. Däremot stödde han inte förslaget att nu börja återinvestera de statsobligationer som förfaller under 2019. Han ansåg att det skulle ha varit mer lämpligt att tillsvidare fortsätta att löpande återinvestera kuponger och förfall i anslutning till när dessa sker, och att i ett senare skede ta ställning till om och i så fall hur det stora förfallet av en obligation i mars 2019 och ett mindre förfall i juni 2019 ska återinvesteras.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har fortsatt att stärkas efter det penningpolitiska mötet i oktober. Detta gäller särskilt utvecklingen i euroområdet, och prognoserna för BNP-tillväxten där har i utkastet till den penningpolitiska rapporten reviderats upp under hela prognosperioden. Men pristrycket är fortsatt måttligt och bedömningen av det internationella inflationstrycket har inte ändrats nämnvärt.

I Sverige, fortsatte Flodén, har överraskande höga energipriser medfört att KPIF-inflationen har blivit högre än väntat, men den underliggande inflationen enligt KPIF exklusive energi har utvecklats i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Inför oktobermötet fanns det tecken på att prisuppgången på bostadsmarknaden hade stannat upp. Utvecklingen de senaste månaderna har bekräftat den bilden och priserna har nu sjunkit något. Att priserna har slutat stiga efter en lång period med snabba ökningstakter kan förstås leda till en del problem för enskilda aktörer, och det finns även en risk att sådana problem ger upphov till en del makroekonomiska störningar. Men i grunden är de dämpade prisökningarna önskvärda snarare än problematiska. Och den svenska ekonomin är fortfarande stark. Förutom inhemska faktorer, som relativt hög befolkningstillväxt, låga räntor och goda offentliga finanser stöds tillväxten nu även av den förbättrade omvärldskonjunkturen. Förutsättningarna är därför goda för att dämpningen på bostadsmarknaden ska bli mjuk och att bostadsinvesteringarna endast kommer att falla måttligt de kommande åren.

Baserat på detta var hans bedömning att de svenska konjunktur- och inflationsutsikterna är snarlika de vid oktobermötet, och att det är lämpligt att hålla fast vid den penningpolitiska plan som formulerades i oktober. För Flodén betyder det att det behövs en fortsatt mycket expansiv penningpolitik för att inflationen ska ligga kvar kring målnivån den kommande tiden. Han räknade därför med att det kommer vara lämpligt att hålla kvar räntan på $-0,50$ procent till mitten av nästa år innan långsamma höjningar inleds, så som reporänteprognosen indikerar i utkastet till den penningpolitiska rapporten. För honom betydde det dessutom att utökningen av innehavet av statsobligationer avslutas när det nuvarande köpprogrammet löper ut vid årsskiftet, men att kuponger och förfall tillsvidare ska återinvesteras i nära anslutning till de tillfällen då Riksbanken tar emot dessa medel.

Flodén ansåg alltså att Riksbanken inte redan i januari ska börja återinvestera de förfall som kommer att ske under 2019. Hans motstånd mot ett sådant beslut grundar sig på flera faktorer. Att tidigarelägga återinvesteringarna på det sätt som föreslås i utkastet till penningpolitisk

rapport medför att innehavet av statsobligationer ökar ganska markant under 2018. På så sätt kan man, som Per Jansson sade i sitt inlägg, se tidigareläggningen av förfallet som att penningpolitiken görs lite mer expansiv än om återinvesteringarna skulle göras senare. Detta synsätt förstärks av att statens lånebehov för närvarande är litet och att Riksgälden endast planerar att emittera små volymer nya statspapper under 2018. Den utestående stock av statspapper som inte ägs av Riksbanken väntas därför minska under 2018 även om återinvesteringarna inte tidigareläggs.

Dessutom såg Flodén det inte som självklart att det i ett senare skede skulle vara lämpligt att återinvestera de stora obligationsförfall som kommer att ske under 2019. I april motsatte han sig beslutet att köpa statsobligationer under hösten 2017. Skälen för fortsatta obligationsköp har inte stärkts därefter. Resursutnyttjandet är fortsatt högt. Räntorna är låga, tillgången på krediter är god och de finansiella förhållandena är goda även i övrigt. Kronan stärks inte på ett sätt som förhindrar en fortsatt inflationsuppgång. Inflationen och inflationsförväntningarna har stigit, vilket har inneburit ett starkare förtroende för inflationsmålet. Och han bedömde liksom tidigare att fortsatta tillgångsköp inte längre på något påtagligt sätt gör den svenska penningpolitiken mer expansiv. Den största effekten av tillgångsköpen har förmodligen uppstått genom att räntan på korta statspapper har pressats ner ganska långt under reporäntan. Den effekten skulle sannolikt bestå en tid framöver, bland annat på grund av statens begränsade lånebehov, även om Riksbanken efter årsskiftet endast skulle återinvestera de kupongbetalningar som erhålls under 2018. Att räntorna på statspapper redan är låga i förhållande till den nuvarande och förväntade framtida reporäntan påverkar dessutom kostnadskalkylen och gör att riskerna för Riksbankens balansräknings framtida utveckling ökar med ytterligare obligationsköp.

Om köpen såsom i förslaget till penningpolitisk rapport påbörjas fem till sex kvartal före förfallen såg Flodén det alltså snarare som ett utökat köpprogram än återinvesteringar av förfall i Riksbankens obligationsinnehav. Han hade hellre avvaktat med beslut om och implementering av eventuella återinvesteringar av de obligationsförfall som sker under 2019 till en senare tidpunkt. Ett sådant beslut kunde då dels ha baserats på hur räntor och växelkurser utvecklas under inledningen av 2018 när Riksbankens närvaro på obligationsmarknaden hade blivit mindre, dels på mer kännedom om tidpunkten för den första höjningen av reporäntan.

Sammanfattningsvis tyckte alltså Flodén att konjunkturutsikterna i Sverige och omvärlden är fortsatt goda och att det även finns goda förutsättningar för att den mycket expansiva penningpolitik direktionen sedan tidigare har formulerat kommer att medföra att inflationen håller sig nära två procent under kommande år. Han förespråkade därför att reporäntan hålls kvar på -0,50 procent, att samma prognos behålls för reporäntans utveckling framöver som vid det penningpolitiska mötet i oktober och att Riksbanken tillsvidare löpande återinvesterar kuponger och förfall på obligationsinnehavet i anslutning till när dessa sker.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att förklara att han delar synen på den internationella och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport och ställde sig bakom förslaget till penningpolitiskt beslut. Det gäller även förslaget att tidigarelägga återinvesteringar av obligationsförfall.

Ingves konstaterade sedan att bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna är ungefär densamma som vid det föregående penningpolitiska mötet i oktober och då är en ungefär oförändrad penningpolitik också mest lämplig.

Enligt Ingves har vi kommit litet närmare den tidpunkt då penningpolitiken förväntas ändra riktning men vi är inte där än. När en centralbank närmar sig en sådan vändpunkt kan förväntningar och bedömningar på marknaden bli litet spretigare än annars. Olika händelser i ekonomin i omvärlden eller i Sverige kan ge tillfälliga men rätt stora utslag i förväntningsbilden. Den penningpolitiska temperaturen tenderar öka även i det mediala landskapet. Men tillfälliga kast åt olika håll i sådana bedömningar är knappast något stort problem i nuläget eftersom konjunktur- och inflationsbilden inte ändrats mycket.

Av central betydelse är att inflationsutfallen har varit nära 2 procent under en tid och att prognosen innebär att inflationen ligger omkring 2 procent under hela prognosperioden, fortsatte Ingves. Till det kommer att inflationsförväntningarna på kort och lång sikt är nära 2 procent.

Den svenska konjunkturen är mycket god. Det beror bland annat på att vi får draghjälp av en allt starkare omvärldskonjunktur. Både världshandeln och industriproduktionen växer och framtidstron är god.

I USA stöds konsumtionen av ökande sysselsättning och låg arbetslöshet.

Förtroendeindikatorerna är på höga nivåer. Tillväxtprognosen är uppreviderad i år och nästa år. Inflationen bedöms stiga framöver till följd av fortsatt stigande resursutnyttjande. I linje med marknadsförväntningarna höjde Federal Reserve sitt intervall för styrräntan ytterligare i förra veckan och den gradvisa nedtrappningen av balansräkningen fortsätter.

I euroområdet omfattas nu allt fler länder av konjunkturuppgången. En stark global efterfrågan och uppdämda konsumtions- och investeringsbehov stärker tillväxten. Sysselsättningen stiger. Hushållens och företagens framtidstro ökar. Tillväxtprognosen är uppreviderad. Inflationen i euroområdet är fortsatt ganska låg men väntas nå upp till 1,7 procent mot slutet av prognosperioden. ECB har i oktober meddelat att nettotillgångsköpen förlängs till september 2018 eller vid behov längre. ECB beslutade i förra veckan att hålla styrräntan oförändrad. Marknadsaktörerna förväntar sig en första räntehöjning först under 2019.

Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) bli i genomsnitt knappt 3 procent under 2017 och 2018 för att sedan gradvis dämpas. Det är en viss upprevidering, främst till följd av euroområdets bättre utveckling.

Den underliggande inflationen är fortfarande låg i omvärlden. Stigande oljepris har dock bidragit till en viss uppgång av KPI-inflationen under de senaste månaderna. Den KIX-vägda inflationen bedöms stiga från knappt 2 procent 2017 till drygt 2 procent mot slutet av prognosperioden.

För Sverige är konjunktutsikterna i stora drag oförändrade. Den allt starkare omvärldskonjunkturen bedöms delvis motverka den avkylning av den inhemska bostadsmarknaden som nu noteras sedan ett par månader tillbaka. En stark konjunktur i omvärlden och i Sverige talar för fortsatt god efterfrågan på bostäder. Nedgången i bostadspriser väntas bli måttlig men bidrar till att bostadsinvesteringarna blir lägre än i förra prognosen. Trots en något lägre tillväxt än i förra prognosen är konjunkturen stark, sysselsättningen är hög och resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt under prognosperioden.

Inflationen i Sverige har stigit trendmässigt sedan 2014. En relativt bred uppgång i tjänstepriserna har spelat en central roll i den utvecklingen. Det senaste året har också stigande energipriser bidragit till uppgången. I november 2017 uppgick KPIF-inflationen till 2,0 procent. Prognosen för KPIF exklusive energi är i stort sett oförändrad. Men stigande energipriser bidrar till att KPIF bedöms öka något snabbare det närmaste året än i förra prognosen. Penningpolitiken i prognosen och den starka konjunkturen bidrar till att KPIF-inflationen väntas hålla sig nära 2 procent under hela prognosperioden.

En starkare omvärldskonjunktur och stigande inhemskt resursutnyttjande innebär dock att tidpunkten för att börja minska penningpolitikens expansivitet har kommit närmare, fortsatte Ingves. Men frågan är när det är dags att ändra riktning. Inhemsk inflation och inhemska inflationsförväntningar är avgörande men det är också viktigt för en centralbank i en liten öppen ekonomi att finna en lämplig avvägning eller position i förhållande till penningpolitiken i de stora valutaområdena. Riksbanken behöver förhålla sig till de beslut som Federal Reserve och ECB fattar.

Ingves påminde om att Riksbanken tidigare kommunicerat att om den svenska penningpolitiken snabbt skulle göras mindre expansiv och avvika från penningpolitiken i omvärlden så skulle kronan riskera att förstärkas alltför snabbt och bidra till att inflationen åter hamnar under målet. Han tycker att den slutsatsen gäller fortfarande.

Nu vet vi mer om den penningpolitiska inriktningen som Federal Reserve respektive ECB bedömer vara lämplig, konstaterade Ingves. Det är uppenbart att den penningpolitiska vändpunkten i euroområdet kommer tydligt efter den i USA. Riksbankens prognos utgår ifrån att utvecklingen när det gäller resursutnyttjande och inflation i Sverige blir så stark att det borde gå att börja höja styrräntan innan ECB gör det. Riksbankens bedömningar och prognoser på senare tid har stått sig väl och talar för att det blir så.

Ingves uttalade därefter sitt stöd för förslaget att behålla reporäntan oförändrad på -0,5 procent och prognosen att reporäntan ligger kvar på den nivån till mitten av 2018, då långsamma

höjningar inleds. Men under perioden framöver när vändpunkten närmar sig är Riksbanken, som alltid, beredd att laga efter läge. Så här långt är det, som Ingves ser det, inget nytt läge i förhållande till vad som tidigare kommunicerats. Det är ju inte heller ett enskilt beslutstillfälle som är avgörande för penningpolitikens inriktning.

Det finns som vanligt risker som kan ändra prognosen för hur penningpolitiken bör läggas upp i framtiden, fortsatte Ingves. Riskerna går åt båda hållen. Högkonjunkturen i omvärlden och det höga inhemska resursutnyttjandet kan exempelvis leda till högre löneökningar och högre inflation än beräknat. Men utvecklingen i omvärlden kan också bli sämre än i prognosen och dämpa inflationen mer än väntat. Ett tredje riskscenario är att inbromsningen på bostadsmarknaden mer kraftigt dämpar resursutnyttjandet. Vid en kraftig avmattning på bostadsmarknaden riskerar dock även kronan försvagas rejält, vilket skulle kunna driva upp inflationen och bidra till att skapa ett penningpolitiskt dilemma i avvägningen mellan resursutnyttjande och inflation. I ett sådant scenario gäller det att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet, som ju kommer först, och stabiliseringen av realekonomin på några års sikt.

Nuvarande program för köp av statsobligationer fortsätter fram till årsskiftet 2017/2018 och kommer då att uppgå till 290 miljarder kronor. Förfall och kupongbetalningar återinvesteras tillsvidare. Under första halvåret 2019 sker stora förfall på drygt 50 miljarder kronor. Enligt förslaget till beslut återinvesteras dessa jämnt under perioden från januari 2018 till juni 2019 för att behålla närvaro i marknaden och uppnå en relativt jämn köptakt. Det innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer tillfälligt kommer att öka under 2018. Om det längre fram bedöms lämpligt kan även förfallen under 2020 komma att återinvesteras. Det är viktigt att notera att även om nuvarande program avslutas går det inte att utesluta eventuella behov av nya framtida köp av statsobligationer för att värna inflationsmålet. En fortsatt närvaro i marknaden är en fördel. På så sätt bibehålls flexibiliteten längre fram, och det oberoende av om köpen ökas eller minskas. Dagens beslut är i det avseendet en slags försäkring, avslutade Ingves.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att ställa sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på $-0,5$ procent. Däremot ställde han sig inte bakom förslaget att nu tidigarelägga återinvesteringar av förfall för statsobligationer.

Det ekonomiska läget i omvärlden är gott, fortsatte Ohlsson. Ett uttryck för det är att världshandeln med varor ökar. Under de senaste månaderna sker detta också i en ökande takt, vilket är av avgörande betydelse för en liten öppen ekonomi som den svenska, påpekade Ohlsson. Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägt med KIX, bedöms framöver komma att uppgå till i genomsnitt omkring $2,5$ procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Visserligen är inflationstrycket lågt men den sammanvägda KIX-inflationen bedöms bli drygt 2 procent under prognosperioden. Detta gör att det för omvärlden finns förväntningar om en mindre expansiv

penningpolitik. Den amerikanska centralbanken har nyligen höjt sin styrränta. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas KIX-räntan stiga om än i långsam takt.

Den årliga ökningstakten för KPIF låg på 2,0 procent vid den senaste inflationsmätningen i november. Motsvarande mätning för november 2016 var 1,6 procent. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid, påpekade Ohlsson. De senaste åtta månaderna har KPIF-inflationen återfunnits i intervallet 1,8 – 2,4 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer att vara 2 procent under de kommande tre åren. Måluppfyllelsen är god, konstaterade Ohlsson.

Decembermätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg i medelvärde på 2,0 procent. De senaste 24 månaderna har medelvärdet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Om man ser till medianen har femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under 26 månader. Intrycket av att inflationsförväntningarna nu är tillbaka på tvåprocentmålet förstärks om man ser till förväntningarna på två års sikt. I december låg dessa också på 2,0 procent. Om man ser tillbaka har tvåårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under de senaste tolv månaderna. Slutligen låg ettårsförväntningarna i december för fjärde månaden i rad på 1,9 procent eller högre. Det är första gången detta sker sedan augusti-november 2011. Det är svårt att argumentera mot att inflationsförväntningarna nu är väl förankrade, sa Ohlsson.

Enligt den senaste arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i november på 5,8 procent (ej säsongrensad). Det är lägre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 6,2 procent. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I november låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,4 procent. Det är också på samma nivå som samma månad ett år tidigare då andelen arbetslösa kassamedlemmar också låg på 2,4 procent. Ohlsson drog slutsatsen att arbetslösheten verkar ha bottnat. För detta talar även utfallen för arbetslösheten tidigare under hösten.

Arbetslösheten är dock fortfarande på en för hög nivå, menade Ohlsson. Men den fråga man enligt honom måste ställa sig är: Går det att få ner arbetslösheten ytterligare med allmän efterfrågepolitik? Hans bedömning av dagens situation är att den ökande efterfrågan på arbetskraft snarare leder till ökat arbetsutbud än till lägre arbetslöshet. Den allmänna efterfrågepolitiken verkar ha börjat nå vägs ände när det gäller att få ner arbetslösheten.

Det blir allt tydligare att det faller på andra politikområden att få ner arbetslösheten, fortsatte Ohlsson. I en sådan situation finns det i grunden bara två sätt att öka efterfrågan på den arbetskraft som inte har arbete: Antingen höjer man de arbetslösas produktivitet genom exempelvis utbildning eller också sänker man kostnaderna för att anställa de arbetslösa, exempelvis genom subventioner eller sänkta arbetsgivaravgifter, åtgärder som det är realistiskt att tro att de kan bli genomförda.

Med dessa resonemang som bakgrund redogjorde Ohlsson för sina penningpolitiska överväganden. Penningpolitiken kan inte få styras av några tiondelar hit eller dit kring 2 procents inflation. För varje månad som går med en inflation nära 2 procent i utfall och förväntningar närmar vi oss punkten då penningpolitiken bör börja normaliseras, enligt Ohlsson.

Idag föreslås en tidigareläggning av återinvesteringar av förfall för statsobligationer nästan 15 månader före det faktiska förfallet. Vad detta verkligen handlar om enligt Ohlsson är en fortsatt utökning av köpprogrammet. Man må kalla detta en återinvestering men skillnaden jämfört med en utökning är svår att se, fortsatte han och sa att han anser att en sådan utökning är opåkallad och att han därför ämnade reservera sig mot ett sådant beslut.

Ohlsson påminde om att han vid ett par tidigare möten framfört att han anser att räntebanan borde utformas så att höjningar av reporäntan inleds under början av 2018. Mot bakgrund av det han sagt tidigare i detta anförande är han av samma åsikt idag. Det är mycket snart tid att börja normalisera penningpolitiken, fortsatte Ohlsson och förklarade att han är övertygad om att Riksbanken kommer att återkomma till detta vid de penningpolitiska mötena i februari och april.

Ohlsson sammanfattade sedan sina slutsatser. Han ställde sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på –0,5 procent. Däremot ställde han sig inte bakom förslaget att nu tidigarelägga återinvesteringar av förfall för statsobligationer.

§3. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, [protokollsbilaga A](#), samt
- att behålla reporäntan på –0,50 procent,

§4. Beslut om återinvesteringar av statsobligationer

Direktionen beslutade enligt förslaget, [protokollsbilaga B](#).

Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att i januari 2018 inleda återinvesteringar av de obligationer som förfaller under 2019. De förespråkade att direktionen i ett senare skede tar ställning till om och i så fall hur förfallen under 2019 ska återinvesteras.

§5. Beslut om direktionens möteskalender 2018

Direktionen beslutade enligt förslaget, [protokollsbilaga C](#).

§6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under §§ 3, 4 och 5 med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 20 december 2017 kl. 9.30, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 10 januari 2018 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Lena Eriksson

Justeras:

Stefan Ingves

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se