



# Penningpolitiskt protokoll

oktober 2018

# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 23 oktober 2018 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent. Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i september och indikerar att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter i antingen december eller februari.*

En majoritet i direktionen ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Denna bild är i stort sett oförändrad sedan i september. Världsekonomin fortsätter att utvecklas positivt och konjunkturen i Sverige är alltså stark. KPIF-inflationen och inflationsförväntningarna är nära eller något över 2 procent.

Flera ledamöter betonade de osäkerhetsfaktorer som finns kring utvecklingen i omvärlden och att dessa i ett dåligt scenario kan få betydande negativa konsekvenser även för svensk ekonomi. Exempel som lyftes fram var riskerna förknippade med upptrappade handelskonflikter mellan USA och omvärlden, osäkerheten om den långsiktiga stabiliteten i de italienska statsfinanserna och effekterna av Storbritanniens utträde ur EU.

Att inflationen i Sverige är något över 2 procent beror till stor del på snabbt stigande energipriser. Olika mått på underliggande inflation är lägre men det finns tecken på att inflationstrycket stiger. Flera ledamöter påpekade att förutsättningarna är goda för att inflationen ska vara nära målet även när ökningstakten i energipriserna dämpas.

Mot denna bakgrund ansåg en majoritet i direktionen att det var lämpligt att nu lämna reporäntan oförändrad. Om ekonomin utvecklas på ett sätt som fortsätter att stödja inflationsutsikterna är det enligt direktionen också lämpligt att snart börja höja reporäntan i långsam takt, antingen i december eller februari. Majoriteten preciserade inte tidpunkten närmare utan betonade att utvecklingen framöver och hur den påverkar konjunktur- och inflationsutsikterna avgör när det är lämpligt att höja räntan.

Flera ledamöter poängterade vikten av att penningpolitiken anpassas utifrån utsikterna för inflationen. Stegen mot högre räntenivåer måste tas med försiktighet så att inflationen kan hålla sig stabil kring målet även de kommande åren. Några ledamöter påminde också om riskerna på den svenska bostadsmarknaden och skuldsättningen bland de svenska hushållen.

Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och förordade en höjning av reporäntan till -0,25 procent. Flodén hänvisade till inflationsuppgången och det stärkta förtroendet för inflationsmålet och förespråkade en räntebana som sammanfaller med rapportens räntebana från och med tredje kvartalet 2019. Ohlsson hänvisade till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt och förespråkade en tidigarelagd räntebana med samma lutning som räntebanan i den penningpolitiska rapporten.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 5

DATUM: 2018-10-23  
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

Susanne Eberstein, fullmäktige  
Michael Lundholm, fullmäktige

Meredith Beechey Österholm  
Vesna Corbo  
Hans Dellmo  
Charlotta Edler  
Mattias Erlandsson  
Eric Frieberg  
Anders Gånge  
Jesper Hansson  
Jens Iversen  
Kristian Jönsson  
Maria Kindborg  
Henrik Lundvall  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Åsa Olli Segendorf  
Bengt Petersson  
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3A)  
Maria Sjödin  
Ulf Söderström  
Fredrik Wallin (§ 1-3A)  
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3A)

Det antecknades att Henrik Lundvall och Bengt Petersson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.



## §1. Den ekonomiska utvecklingen

### Marknadsutveckling sedan senaste penningpolitiska mötet

**Carl-Fredrik Pettersson**, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i september har utvecklingen präglats av betydande börsfall under den första delen av oktober. Det är svårt att hitta en enskild faktor som förklarar dessa nedgångar, men de skedde när retoriken i handelskonflikten mellan USA och Kina intensifierades. Dessutom steg både oljepriset och amerikanska långa räntor. I botten finns också oro för höga aktievärderingar, en snabb inbromsning i den kinesiska ekonomin och osäkerhet om finanspolitiken i Italien. Italienska långa räntor har stigit och kreditvärderingsinstitutet Moody's har sänkt kreditbetyget för den italienska staten mot bakgrund av den ökade osäkerheten om hållbarheten i de offentliga finanserna. Obligationsräntor har stigit relativt mycket i USA sedan september i takt med att förväntningarna om den framtida styrräntan har justerats upp och då den amerikanska ekonomin fortsätter att visa styrka. I Sverige och Tyskland har ränteuppgången varit mindre. Efterfrågan på tyska obligationer, som anses säkra, har ökat i ljuset av osäkerheten om den italienska finanspolitiken, vilket haft en dämpande inverkan på ränteuppgången i Tyskland. Penningpolitiska förväntningar har överlag stigit något i omvärlden. I USA har den penningpolitiska kommunikationen och det penningpolitiska protokollet bidragit till detta och i protokollet från den Europeiska centralbankens penningpolitiska möte i september tonas konjunkturrisken kopplad till Italien ned.

Inför dagens penningpolitiska beslut förväntas att reporäntan lämnas oförändrad men flera marknadsaktörer tror nu, mot bakgrund av den ökade inflationen i september, att den första reporäntehöjningen snarare kommer att ske i december än i februari. Ökade förväntningar på den svenska penningpolitiken har stärkt kronan både i KIX-termer och mot euron.

### Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

**Jesper Hansson**, chef för avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för den prognos 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 5, 8 och 12 oktober. Utkastet till penningpolitisk rapport bordlades på ett möte med direktionen den 17 oktober.

Osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är fortsatt hög. Den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina har, sedan det penningpolitiska mötet i september, utvidgats till att omfatta fler varor. Nu utreder den amerikanska regeringen dessutom möjligheten att höja tullarna på all import av fordon och fordonskomponenter. En sådan upptrappning skulle kunna få betydande negativa konsekvenser för konjunkturutvecklingen i

omvärlden. En ytterligare källa till osäkerhet är inriktningen på den italienska finanspolitiken och den därtill kopplade konflikten mellan å ena sidan Italiens regering och, å den andra, EU-kommissionen och flera andra regeringar i euroområdet.

De samband som påverkar kronans reala växelkurs på några års sikt är en annan fråga som varit i fokus under beredningsprocessen. I en fördjupning i rapportutkastet diskuteras Riksbankens intervall för den mer trögrörliga reala jämviktsväxelkursen, där den tidigare bedömningen från 2013 har setts över. Hansson framhöll att denna nya bedömning i första hand påverkar vår förståelse av den historiska utvecklingen och att konsekvenserna för den nu föreslagna inflationsprognosen är förhållandevis små.

Det senaste utfallet från nationalräkenskaperna innebär att Sveriges BNP-tillväxt under åren 2016-2018 har skrivits ned betydligt, jämfört med tidigare skattningar. Även denna revidering har ägnats särskild uppmärksamhet i beredningsprocessen och har bland annat lett till att bilden av kostnadstrycket nu är något högre, jämfört med bedömningen i september.

Hansson fortsatte med att diskutera den nya information som tillkommit sedan det penningpolitiska mötet i september och hur den har påverkat konjunktur- och inflationsutsikterna i omvärlden och i Sverige. BNP-tillväxten i omvärlden bromsar in i linje med prognosen från september, men BNP växer fortfarande i sådan takt att resursutnyttjandet stiger. Den underliggande inflationen i omvärlden stiger endast långsamt, trots att konjunkturen alltså stärks. Energipriserna har däremot ökat snabbt och därför har prognosen för omvärldsinflationen i år och nästa år skrivits upp. Samtidigt är prognosen för den sammanvägda styrräntan i omvärlden i stort oförändrad.

Utfallen för BNP-tillväxten i Sverige har, som redan nämnts, reviderats ned i den senaste publiceringen från nationalräkenskaperna. Men både utfall och konfidensindikatorer tyder alltså på att tillväxttakten framöver kommer att vara högre än ett historiskt medelvärde. När det gäller utvecklingen på arbetsmarknaden pekar flera indikatorer, exempelvis näringslivets anställningsplaner och antalet nyanmälda lediga platser, på en fortsatt god tillväxt i sysselsättningen och på ett högt arbetskraftsdeltagande. Arbetslösheten väntas dock stiga något framöver eftersom matchningen mellan lediga jobb och arbetslösa har försämrats. KPIF-inflationen var i september 2,5 procent, vilket var något högre än i Riksbankens senaste prognos.

Trots att BNP-tillväxten reviderats ned är bedömningen alltså att resursutnyttjandet i svensk ekonomi är betydligt högre än normalt. För detta talar bland annat Riksbankens indikator på resursutnyttjandet, som sammanfattar ett stort antal mått på ekonomisk aktivitet. Trots att de lediga resurserna är få, är den underliggande inflationen ganska låg. De flesta mått ger vid handen att den underliggande inflationen steg under perioden 2014 till 2017 och att uppgången sedan har avstannat. Att inflationen mätt med KPIF har stigit i år förklaras till stor del av snabbt stigande energipriser. Uppgången i energipriserna väntas dock inte fortsätta.

Ett fortsatt högt resursutnyttjande på arbetsmarknaden väntas leda till att löneökningstakten framöver stiger gradvis och till att enhetsarbetskostnaden ökar med cirka 2 procent per år. I prognosförslaget förstärks kronans växelkurs, men från en relativt svag nivå. Dessa faktorer bidrar sammantaget till att inflationen hamnar nära 2 procent både 2020 och 2021.

Prognosförslaget baseras på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan nu lämnas oförändrad på –0,50 procent och att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska mötet i december eller februari, samt att gradvisa höjningar fortsätter därefter. Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av september till knappt 340 miljarder kronor i nominellt belopp. Som en del av den förda penningpolitiken fortsätter Riksbanken att återinvestera förfall och kupongbetalningar tillsvidare enligt beslutet i december 2017.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

### Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer förslaget att behålla reporäntan på –0,50 procent med en oförändrad räntebana.

Det är bara drygt en och en halv månad sedan vårt förra penningpolitiska möte, och prognoserna i utkastet till den penningpolitiska rapporten är i princip oförändrade. Jag gör inte heller någon väsentligt annorlunda bedömning av inflations- och konjunkturutsikterna och den penningpolitiska avvägningen än den jag uttryckte vid mötet i september. Men jag vill idag ta upp ett antal risker, som kan ändra bilden i förhållande till vårt huvudscenario.

Utvecklingen i omvärlden ser fortsatt god ut även om osäkerheten om styrkan i den internationella konjunkturen har ökat något. Effekter av utökade handelshinder är fortsatt en viktig risk som kan påverka global handel och i förlängningen svensk ekonomi. Men när det gäller omvärldsutvecklingen lyfter vi även en rad andra osäkerhetsfaktorer i utkastet till den penningpolitiska rapporten, exempelvis kring utvecklingen i Italien och effekterna av Storbritanniens utträde ur EU. För ett litet utrikeshandelsberoende land som Sverige kan en svagare utveckling i omvärlden ha betydande inverknings på konjunkturutsikterna. En svagare omvärldsutveckling skulle sannolikt även göra det svårare att stabilisera den svenska inflationen runt målet.

I rapporten finns en fördjupning om den reala kronkursens utveckling på längre sikt.<sup>1</sup> Jag tycker det är bra att vi löpande gör fördjupade analyser av kronans utveckling på både lång och kort sikt.

---

<sup>1</sup> Se fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt" i utkastet till penningpolitisk rapport.

Historien visar dock hur svårt det är att förutsäga kronans utveckling. Det visar sig också att beräkningsmetoder kan spela stor roll för bedömningen av den långsiktiga reala växelkursen.

De slutsatser vi drar i fördjupningen är att den reala kronkursen på 5–10 års sikt kommer att vara något svagare än vad vi bedömde tidigare. Men trots det bör kronan successivt stärkas från nuvarande nivå.

Vi har under lång tid uttryckt oro för att kronan ska stärkas för snabbt, vilket skulle kunna försvåra möjligheterna att nå inflationsmålet. En viktig fråga att ställa sig är hur kronan kommer att utvecklas när vi börjar höja reporäntan. I en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport beskrivs vad som brukar hända när reporäntan höjs.<sup>2</sup> Med utgångspunkt i den analysen, liksom vår löpande penningpolitiska analys, bör kronan stärkas när penningpolitiken i Sverige stramas åt. Sammantaget talar detta dock för att gå försiktigt fram med räntehöjningar, precis som vår reporäntebana indikerar.

Men även om fundamentala faktorer talar för en starkare krona under prognosperioden finns det också osäkerhet kring den bedömning av Sverige som investerare gör, som i händelse av finansiell oro skulle kunna leda till en lägre värdering av kronan än vad vi i dagsläget ser framför oss. En sådan faktor är den politiska osäkerheten omkring regeringsbildningen, en annan handlar om riskerna på bostadsmarknaden och kopplingen till det svenska banksystemet.

Sedan det penningpolitiska mötet i september har vi fått in ytterligare två utfall för KPIF-inflationen, avseende augusti och september. Utfallet för september visade sig ligga i linje med och till och med lite högre än vår prognos. Även mått på underliggande inflation steg i september. Men ökningen av energipriserna svarar fortsatt för en stor del av bidraget till KPIF-inflationen. För att inflationen mätt med KPIF exklusive energi ska stabiliseras runt 2 procent krävs tilltagande prisökningar på ett bredare plan. Det var därför välkommet att septemberutfallet visade att prisökningstakten steg i flera varu- och tjänstekategorier.

Det är rimligt att anta att den svaga kronan under 2018 nu får genomslag i ökningstakten i varupriserna. Tjänstepriserna påverkas i högre grad av den inhemska konjunkturen. Mot bakgrund av det höga resursutnyttjandet i ekonomin och den fortsatt stora bristen på arbetskraft borde lönerna i Sverige kunna öka något snabbare framöver. För detta talar också en stigande löneökningstakt i såväl USA som Tyskland, något som arbetsmarknadens parter brukar fästa vikt vid.

Samttaget gör jag bedömningen att det finns starka skäl till att inflationen ska kunna stabiliseras runt 2 procent även när de stigande energipriserna faller ur tolv månaderstalen.

Jag tycker att det även idag är viktigt att diskutera riskerna på bostadsmarknaden och skuldsättningen bland de svenska hushållen. Många bedömare oroas nu av att ränteläget

---

<sup>2</sup> Se fördjupningen "Vad brukar hända när reporäntan höjs?" i utkastet till penningpolitisk rapport.



kommer att höjas och drar långtgående slutsatser av effekterna på såväl bostadsmarknaden som hushållens förmåga att klara sina bolån. Vi har varit i ett extremt läge med negativ styrränta under mer än 3 år, samtidigt som konjunkturen i Sverige är stark. En normalisering av penningpolitiken är därför önskvärd. Styrräntan kommer att höjas långsamt och kommer ur ett historiskt perspektiv att vara fortsatt mycket låg under de kommande åren. De kalkyler som bankerna ska göra i samband med kreditprövningarna av bostadslån ska ta höjd för betydligt högre räntor än de som avspeglas i Riksbankens prognoser. Som beskrivs i fördjupningen om vad som brukar hända när reporäntan höjs är räntehöjningarna i vår prognos måttliga i ett historiskt perspektiv.<sup>3</sup> Vi konstaterade i en fördjupning i december förra året också att effekterna på hushållens kassaflöden av ränteuppgångar, i linje med Riksbankens dåvarande prognos, sammantaget var relativt begränsade. Men det är viktigt att komma ihåg att de högst skuldsatta hushållen bedömdes kunna påverkas mycket även av måttliga ränteförändringar.<sup>4</sup>

När det gäller utvecklingen på bostadsmarknaden i Sverige kretsar min oro främst kring effekterna av ett eventuellt prisfall på bostäder. Även om vi har sett tecken på en stabilisering under året visar historien hur svårbedömd prisutvecklingen på bostadsmarknaden är. Ett prisfall skulle kunna få negativa effekter på såväl hushållens konsumtion som bostadsinvesteringarna, och i förlängningen hota den goda ekonomiska utveckling som vi förutspår i vår prognos. Det skulle också kunna ha bäring på de faktorer jag tog upp tidigare, nämligen hushållens boräntor och kronans utveckling. Min slutsats är att ett bostadsprisfall skulle riskera att öka osäkerheten kring den svenska konjunkturen och inflationen väsentligt.

Låt mig avsluta med mina penningpolitiska slutsatser: Precis som i september stödjer jag bedömningen att vi närmar oss det första räntehöjningstillfället, förutsatt att den ekonomiska utvecklingen fortsätter i linje med våra prognoser. Som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten höjs räntan i så fall antingen vid nästa möte i december eller i februari nästa år. Jag vill idag inte ta ställning till vid vilket av dessa möten räntan bör höjas utan tycker att det är lämpligt att invänta ytterligare information om konjunktur- och inflationsutsikterna till decembremötet. När det gäller penningpolitiken lite längre fram behöver vi ta stegen mot högre ränta med försiktighet. Det är fortsatt viktigt att inflationstrycket i ekonomin varaktigt hålls uppe så att inflationen kan hålla sig stabil kring målet de kommande åren.

### **Riksbankschef Stefan Ingves:**

Jag håller med om de prognoser och bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i vår omvärld som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Det innebär att jag stödjer förslaget att lämna reporäntan på nivån -0,50 procent, och att räntebanan lämnas oförändrad.

---

<sup>3</sup> Se fördjupningen "Vad brukar hända när reporäntan höjs?" i utkastet till penningpolitisk rapport.

<sup>4</sup> Se fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?" i Penningpolitisk rapport, december 2017.

Räntebanan indikerar att reporäntan kan höjas med 0,25 procentenheter i antingen december eller februari, under förutsättning att utvecklingen i Sverige och vår omvärld blir ungefär som väntat. Samtidigt fortsätter Riksbankens återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. Det är en försiktighetsåtgärd nu när vi går mot en gradvis normalisering av ränteläget.

Vår bedömning av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige är i stora drag oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i september. Den internationella utvecklingen är fortsatt god. Tillväxten förväntas mattas av något under kommande år, men konjunkturen är fortsatt stark i många utvecklade ekonomier. BNP-tillväxten i euroområdet, vår viktigaste handelspartner, har dämpats något under första halvåret i år och förväntas sjunka ytterligare under det tredje kvartalet. Men höga förtroendesiffror och en stark arbetsmarknad väntas leda till att tillväxten där återhämtar sig. I USA väntas en fortsatt god tillväxt.

Men det finns risker på både lång och kort sikt som, om de materialiseras, kan leda till en sämre utveckling. I Europa råder fortsatt stor osäkerhet kring den långsiktiga stabiliteten i den italienska statens finanser, och kring formerna för Storbritanniens utträde ur EU. På den globala arenan fortsätter handelskonflikten mellan USA och deras stora handelspartners, med nya aviserade åtgärder och motåtgärder. Och flera tillväxtekonomier brottas med akuta svårigheter som beror på strukturella problem och obalanser. En del av dessa obalanser har blivit synliga i samband med att Federal Reserve fortsatt att höja räntan, med starkare dollar och kapitalutflöden från flera tillväxtekonomier som resultat. Detta är ett mönster som känns igen från tidigare episoder då Federal Reserve höjt räntan. Så här långt syns inga tydliga tecken på att dessa risker påverkat den internationella tillväxten på ett avgörande sätt. Men osäkerheten är betydande och den kan komma att påverka prognoserna framöver.

Den svenska ekonomin har nu under ett antal år uppvisat en mycket god tillväxt. Det senaste utfallet av nationalräkenskaperna innebar förvisso en nedrevidering av den historiska tillväxten för 2016 och 2017. Utfallet för det andra kvartalet i år reviderades också ned, och vår prognos för helåret 2018 har därför sänkts till 2,3 procent. Men bilden av att svensk konjunktur är och har varit stark en längre tid står sig. Under 2019 och 2020 väntas den årliga BNP-tillväxten ligga kring 2 procent. Utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter att vara stark. Sysselsättningen och arbetskraftsdeltagandet fortsätter att ligga på historiskt höga nivåer. Arbetslösheten har också fallit under de senaste åren. Vi ser nu bristtal som vi inte sett sedan millennieskiftet.<sup>5</sup>

Inflationen fortsätter att visa en utveckling som är i linje med målet på 2 procent. Sedan det förra penningpolitiska mötet har inflationsutfallen i stort varit i linje med de prognoser vi hade i septemberrapporten. Inflationsförväntningarna fortsätter att tyda på att förtroendet för

---

<sup>5</sup> Här avses den andel företag i näringslivet som i Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer rapporterar brist på arbetskraft.

inflationens målet är gott. De senaste årens kraftfulla och ovanliga penningpolitik har fungerat. Men penningpolitiken är framåtblickande och det finns fortfarande frågetecken kvar kring det underliggande inflationstrycket, och därmed kring hur uthållig den goda utvecklingen av inflationen kan förväntas bli. De olika mått på underliggande inflation som finns med i den penningpolitiska rapporten ligger, med något undantag, under två procent. Ökningstakten i tjänstepriserna, motsvarande 45 procent av KPIF, har fallit sedan i fjol. Varuprisökningstakten, som ligger en bra bit under 2 procent, kan inte heller för sig klara inflationens målet. Och löneutvecklingen, en viktig beståndsdel i inflationstrycket, fortsätter att vara dämpad i förhållande till det starka arbetsmarknadsläget. Detta innebär att penningpolitiken behöver fortsätta att ge stöd åt konjunkturen. Trots en prognos med måttliga löneökningar är ändå måluppfyllelsen god under prognosperioden.

Vår målvariabel KPIF har legat hyggligt nära målet om 2 procent i snart två år. Och inflationens förväntningarna har legat stabilt kring 2 procent i drygt ett år. Men vår uppgift är att se till att inflationen även framöver utvecklas i linje med målet. Hur detta går hänger dels på de beslut som vi i direktionen fattar om penningpolitikens utformning, dels på en rad omvärldsfaktorer. Som jag ser det är den internationella inflationens utvecklingen en central omvärldsfaktor. Via välintegrerade varu- och tjänstemarknader påverkar den internationella prisutvecklingen den svenska inflationen. Och det är svårt att se att den svenska inflationstakten mer varaktigt kan avvika från omvärldens. Annorlunda uttryckt förutsätter en fortsatt och uthållig måluppfyllelse hemmavid att omvärldsinflationen är cirka 2 procent sett över en längre tidshorisont. I det sammanhanget är det måttliga underliggande inflationstrycket i vår omvärld, speciellt i euroområdet, ett osäkerhetsmoment. Men i spåren av ett stigande resursutnyttjande i omvärlden väntas det underliggande inflationstrycket stiga.

Hur penningpolitiken utformas i de stora ekonomierna är också av central betydelse för svensk penningpolitik. ECB:s mycket expansiva penningpolitik har under de senaste åren varit särskilt viktig för utformningen av den svenska penningpolitiken. Men med en högre tillväxt och en god måluppfyllelse här hemma finns förutsättningar för att den svenska räntan ska kunna vara högre än ECB:s ränta.

Federal Reserve är inne i en räntehöjningscykel som inleddes försiktigt i december 2015. Hittills i år har styrräntan höjts tre gånger, från intervallet 1,25–1,50 procent till intervallet 2–2,25 procent. Federal Reserve ligger före centralbankerna i de andra stora utvecklade ekonomierna, och är den första bland dem som normaliserar räntepolitiken efter den globala finanskrisen för 10 år sedan. Federal Reserves räntepolitik är ytterligare en viktig faktor för den svenska penningpolitiken, inte minst för att de amerikanska långräntorna kan komma att dra med sig svenska och andra europeiska långräntor.

Låt mig även kommentera kronans utveckling. Kronans växelkurs har under året försvagats, på tvärs mot vad vi väntat oss i våra penningpolitiska rapporter under året. Kronkursen har varit

mycket svårprognosticerad. De metoder som vi använder för att göra växelkursprognoser bygger på traditionella samband som betonar faktorer som relativa tillväxtskillnader och bytesbalansens utveckling. Med tanke på Sveriges relativt starka ekonomiska utveckling under senare år är det därmed rimligt att vänta sig att kronan ska stärkas långsiktigt. Det är så det borde vara men enligt rapportutkastets fördjupning om den reala växelkursen så tyder samtidigt empirin på att kronan i reala termer har försvagats. Vägen mot en starkare krona kan vara krokig, då också finansiella flöden kan trycka kronkursen i en svagare riktning. Vi måste fortsätta att borra i dessa frågor och i den mån det är möjligt försöka särskilja mellan rena teknikaliteter och mer strukturella förändringar som påverkar den reala växelkursen.

Den räntebana som ingår i utkastet till penningpolitisk rapport indikerar att räntan höjs med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska mötet i december eller i februari. Det är mindre än två månader mellan dessa två möten, och för våra makroekonomiska prognoser spelar det rimligen ingen större roll om räntan höjs i december eller februari. Men på de finansiella marknaderna finns det förstås ett stort intresse för exakt när en räntehöjning kan komma, bland annat då priserna på olika finansiella instrument typiskt sett påverkas när Riksbanken ändrar styrräntan. Men vi får följa utvecklingen fram till december och då avgöra vad som är ett lämpligt beslut. Samtidigt är det min bedömning att räntehöjningar, när de inleds, kommer att genomföras i en långsam takt jämfört med tidigare räntehöjningscykler. Detta framgår även av diagram 2:11 i rapporten, som jämför den nu aktuella prognosen för reporäntan, det vill säga räntebanan, med de faktiska räntehöjningar som Riksbanken genomförde under tre tidigare räntehöjningscykler.

Sammanfattningsvis är det min bedömning att om utvecklingen blir som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport finns det förutsättningar att snart börja höja räntan. Reporäntan har varit negativ i över tre och ett halvt år, och uttryckt i reala termer har den varit negativ i över sex år. Det vore minst sagt udda om det skulle krävas en sådan kraftfull penningpolitisk stimulans under en ännu längre tid för att inflationen även framöver ska utvecklas i linje med målet. Enligt våra bedömningar tyder det underliggande inflationstrycket på att det snart är dags att inleda en försiktig normalisering av penningpolitiken. Hushållens ökande skulder har länge varit en stor källa till oro och även mot den bakgrunden är en kommande räntehöjning, och därefter under överskådlig tid ytterligare räntehöjningar, steg i rätt riktning för att dämpa skulduppbyggnaden.

### **Vice riksbankschef Per Jansson:**

Sedan det penningpolitiska mötet i september har två nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Inflationsutfallen avser augusti och september. Efter en viss besvikelse i augusti, då inflationen enligt både KPIF och KPIF exklusive energipriser var lägre än väntat, innebar septembersiffrorna en ganska påtaglig, och förstås mycket välkommen, vändning uppåt. KPIF-inflationen steg från knappt 2,2 procent till 2,5 procent och rensat för energipriser ökade inflationstakten från strax under 1,2 procent till drygt 1,6 procent. Utfallen var visserligen bara

marginellt högre än prognoserna i den senaste penningpolitiska rapporten men hela överskattningen av inflationen från augusti togs igen, och till och med lite mer därtill. Detta är givetvis glädjande.

Det som kanske glädjer mest är att det nu finns flera tecken på att den mer trendmässiga inflationstakten börjar ta fart. Att KPIF-inflationen exklusive energipriser, som Riksbanken använder som ett av sina mått på underliggande inflation, från augusti till september ökade med nästan en halv procentenhet är ett sådant tecken. Ett annat är att även alla övriga mått på underliggande inflation som Riksbanken regelbundet skattar steg rejält i september. Efter att ha legat kring 1,5 procent under ett antal månader och också ha uppvisat en fallande tendens, steg medianen för måtten på underliggande inflation till drygt 1,7 procent i september. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, låg i september strax över 1,8 respektive 1,7 procent.<sup>6</sup>

Ytterligare ett tecken på att inflationstrycket tilltar är att ökningstakten för tjänstepriserna steg i både augusti och september. Den viktiga tjänsteprisinflationen, som utgör hela 45 procent av KPI-korgen, har ju kännetecknats av en tydlig trend nedåt sedan sommaren ifjol, så detta trendbrott är särskilt betydelsefullt. Trendbrottet bekräftas av att också den underliggande tjänsteprisinflationen ökade i både augusti och september.<sup>7</sup> För detta mått har uppgången de senaste två månaderna varit mycket snabb, från knappt 1,6 procent till cirka 2,4 procent. Därmed är nu också den underliggande tjänsteprisinflationen åter klart högre än ökningstakten i de totala tjänstepriserna, vilket jag tycker känns tryggt. Att dessutom prisökningstakten för varor och livsmedel vände starkt uppåt i september och var den högsta på 33 månader skadar naturligtvis inte i sammanhanget.

Med det går jag över till de nya utfallen för inflationsförväntningarna, så som de mäts i Prosperas månads- och kvartalsvisa enkätundersökningar. De nya utfallen utgörs här av månadsundersökningen för oktober, som bara gäller penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsundersökningen för september, där bland annat arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar ingår. Den övergripande bilden är att förväntningarna har stigit något och nu antingen ligger på inflationsmålet eller strax över. När det gäller arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar, som jag bedömer som särskilt viktiga att följa för Riksbanken, ligger förväntningarna på ett, två och fem års sikt nu i intervallet 1,9–2,2 procent, att jämföra med 1,8–2,3 procent i den förra mätningen för juni. Tilltron till inflationsmålet bland arbetsmarknadsorganisationerna förefaller således ha ökat något, vilket förstås är väldigt bra.

---

<sup>6</sup> Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i utkastet till penningpolitisk rapport.

<sup>7</sup> Detta avser tjänsteprisinflationen exklusive hyror, utrikes resor, teletjänster och fastighetsskatt samt rensad för effekter av skatteförändringar (till exempel ROT).

En aspekt som bekymrat mig under en tid när det gäller inflationsförväntningarna är att de uppmätta siffrorna visserligen är nära 2 procent men att pris- och lönebildningen ändå inte fullt ut förefaller vara betingad på inflationsmålet. Ett tecken på det är att löneökningstakten fortsätter att vara mycket måttlig, runt 2,5 procent, särskilt i ljuset av det goda konjunkurläget och att inflationen just nu faktiskt överstiger inflationsmålet en del. Det senare är sannolikt också ett viktigt skäl till att ett antal siffror i Prosperas mätningar av inflationsförväntningarna, som jag just varit inne på, på sistone har börjat att ligga lite över inflationsmålet. En något högre löneökningstakt, i linje med Riksbankens prognoser, skulle i det här läget, så som jag ser det, inte vara ett hot mot konkurrenskraften utan tvärtom vara bra för den svenska samhällsekonomin. Och det är möjligt att detta nu håller på att hända. Jag noterar i sammanhanget att facken inom industrin nyligen har uttalat att "[v]årt mål är att våra medlemmar ska få reala löneökningar" och att penningpolitiken "har ... gett resultat" med "inflation och inflationsförväntningar ... tillbaka kring målet".<sup>8</sup>

Slutsatsen jag drar av utvecklingen i inflationen och inflationsförväntningarna är att den aktuella inflationsbilden är något bättre än i september. Men det är viktigt att understryka att det ju också är precis vad vi hade förväntat oss. Den snabba inflationsuppgången i september, efter besvikelsen i augusti, i kombination med en stigande underliggande inflation och ett trendbrott för ökningstakten i tjänstepriserna ger dock i det här läget anledning till lite extra optimism. Men det går samtidigt inte att komma ifrån att en hel del av den positiva bilden kommer från siffror för en enda månad. Och det kvarstår också frågetecken kring hur väl egentligen pris- och lönebildningen är betingad på inflationsmålet, trots att de uppmätta inflationsförväntningarna sedan en tid tillbaka är nära 2 procent. Det gäller således att utvecklingen framöver håller i sig. Det leder mig över till prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport.

De prognosförändringar som föreslås i rapportutkastet är sammantaget små. Det sker vissa förskjutningar i inflationens bestämningsfaktorer men de olika effekterna bedöms i slutänden i stort sett ta ut varandra. Precis som i september väntas därmed KPIF-inflationen exklusive energipriser ligga kvar på ungefär nuvarande nivå under resten av innevarande år, för att sedan under första halvåret 2019 stiga något och vara i närheten av 2 procent. KPIF-inflationen är i sin tur kvar kring 2,5 procent fram till årsskiftet och stiger ytterligare något under inledningen av nästa år. Från mitten av 2019 dämpas inflationsbidraget från energipriserna, vilket då för med sig att KPIF-inflationen sjunker och under en period hamnar lite under 2 procent. Efter dessa mer kortsiktiga variationer upp och ned bedöms KPIF-inflationen vara nära inflationsmålet.

Den här inflationsprognosen är betingad på samma penningpolitik som i september, vilket innebär att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter i antingen december eller februari, och därefter fortsätter att höjas långsamt, med ungefär två höjningar per år med

---

<sup>8</sup> Se <https://www.svd.se/inflationsmalet-ar-centralt-for-lonebildningen>.

0,25 procentenheter vid varje tillfälle. Jag ställer mig bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag vill också understryka att jag delar synen i rapportutkastet att penningpolitiken framöver måste utformas försiktigt och hela tiden anpassas med hänsyn till utsikterna för inflationen. Det gäller för första höjningen såväl som för höjningarna därefter.

Det är förstås inte särskilt svårt att förstå att det finns önskemål och förhoppningar om att vi på dagens penningpolitiska möte ska precisera huruvida vi tror att den första höjningen av reporäntan kommer att kunna ske redan i december eller om vi behöver avvakta till februari. För egen del tycker jag att det är bra att det i utkastet till penningpolitisk rapport nu inte föreslås någon sådan precisering. Osäkerheten kring styrkan i inflationstrycket är alltså betydande, trots förbättringarna jag redogjort för. Vår omvärld fortsätter också att vara riskfylld och komplex, med flera risker som har karaktären av att vara "game changers". Det gäller till exempel om den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina eskalerar ytterligare eller sprider sig till andra länder, eller om eurosamarbetet kommer rejält i gungning till följd av de nya expansiva budgetförslagen i Italien. Att då ytterligare precisera den, i mitt tycke, redan precisa penningpolitiska planen uppfattar jag inte som speciellt klokt. Det skulle bara göra det ännu besvärligare att ändra planen och senarelägga första höjningen, om det skulle visa sig nödvändigt.

### **Vice riksbankschef Martin Flodén:**

Vid det penningpolitiska mötet i september bedömde jag att det sannolikt skulle vara lämpligt att höja reporäntan vid dagens möte. Utvecklingen efter septembermötet har stärkt mig i den uppfattningen. Jag förespråkar därför att reporäntan idag höjs med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. Min syn på den lämpliga reporäntan från andra halvåret nästa år och framåt sammanfaller med förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport.

Penningpolitiken under de senaste fyra åren har varit inriktad på att hantera ett svagt inflationstryck, alltför låg inflation, låga inflationsförväntningar och ett allmänt svagt förtroende för inflationsmålet.

Den expansiva penningpolitiken har fått effekt och inflationen har nu stigit påtagligt. KPIF-inflationen, som var 0,5 procent under 2014, var 2,0 procent förra året och väntas bli 2,2 procent i år. Riksbankens prognos är att KPIF-inflationen blir 2,1 procent nästa år om penningpolitiken utformas enligt förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport.

Även den underliggande inflationen har stigit, om än inte lika tydligt. Mätt med KPIF exklusive energi var den 0,7 procent 2014. Den väntas bli 1,5 procent i år och 2,0 procent nästa år. Den underliggande inflationen har upprepade gånger blivit överraskande låg. Uppgången till 1,6 procent i september ger dock stöd åt vår bedömning att det höga resursutnyttjandet i svensk ekonomi kommer medföra att inflationstrycket blir högre nästa år än i år. En närmare granskning

av de olika undergrupperna bakom det senaste inflationsutfallet stärker bilden av att det finns goda förutsättningar för ett lite starkare inflationstryck framöver.

Inflationsförväntningarna, som föll snabbt under 2014, har under de senaste åren återvänt till nivåer som är förenliga med inflationsmålet. Förtroendet för inflationsmålet är ännu kanske inte helt återställt, men det har stärkts.

Dessutom väntas inflationen hållas uppe över två procent en tid framöver på grund av höga energipriser. Jag bedömer därför att risken är liten att en räntehöjning idag medför bakslag som återupplivar de senaste årens förtroendeproblem.

En faktor som stödjer den bedömningen är att de finansiella marknaderna nu är ganska väl förberedda på en räntehöjning. Visserligen finns det inga förväntningar på att vi ska höja räntan idag, men efter vårt septembermöte har marknadsaktörerna allt mer ställt in sig på att det blir en räntehöjning i närtid. Jag tror därför att en räntehöjning idag i kombination med tydliga signaler att vi ser ett fortsatt behov av låga räntor inte skulle medföra en alltför stor åtstramning av penningpolitiken eller de finansiella förhållandena.

Jag vill understryka och upprepa att förutsättningarna för penningpolitiken i Sverige har varit problematiska under de senaste åren. Det är förhållandevis lätt att bedriva penningpolitik när förtroendet för inflationsmålet är starkt. Pris- och lönebildningen baseras då på förväntningar om att inflationen i framtiden kommer att ligga nära 2 procent, och inflationsmålet blir då nästan självuppfyllande. Förutsättningarna är mer problematiska när förtroendet för inflationsmålet är svagt. Det finns då inget som gör att inflationen med någon sorts automatik alltid rör sig mot 2 procent på sikt. I ett sådant läge måste penningpolitiken därför fokusera tydligare på inflationsutvecklingen och kan inte utformas lika flexibelt.

Riksbankens val har alltså inte stått mellan en strategi som snabbt för inflationen tillbaka till 2 procent och en annan strategi som tar mer hänsyn till den starka konjunkturen och låter inflationen långsammare röra sig tillbaka mot 2 procent. Valet har istället stått mellan att försöka återskapa ett starkt förtroende för inflationsmålet eller att släppa inflationsmålets roll som ekonomins nominella ankare.

Läget börjar nu bli annorlunda eftersom inflationen har stigit och förtroendet för inflationsmålet stärkts. De penningpolitiska utmaningarna har därmed avtagit och möjligheterna att återigen bedriva en flexibel penningpolitik har förbättrats. Men jag oroas fortfarande mer av att inflationen framöver ska bli för låg än för hög. Trots det höga resursutnyttjandet och den expansiva penningpolitiken har inflationstrycket endast stigit långsamt. Det är tydligt att inflationen ännu behöver mycket stöd från en expansiv penningpolitik och att räntehöjningarna framöver inte får bli för snabba.

Låt mig avslutningsvis säga något om hur penningpolitiken knyter an till konjunkturutsikterna. I omvärlden finns flera stora orosmoln som i dåliga scenarier skulle kunna leda till omfattande



konjunkturproblem med spridning till den svenska ekonomin. Jag tänker förstås i första hand på de risker vi nämner i den penningpolitiska rapporten: handelskonflikter, de offentliga finanserna i Italien, förhandlingarna kring Storbritanniens utträde ur EU, etc. I Sverige, där konjunkturen är stark och resursutnyttjandet högt, finns det en del tecken på att konjunkturen börjar mattas av. Det gäller särskilt inom byggsektorn och på bostadsmarknaden, där det finns vissa risker för att inbromsningen kan bli snabb.

Att jag i den här miljön vill börja strama åt penningpolitiken kan kanske förefalla märkligt. Penningpolitiken ska ju vara framåtblickande. Förklaringen hänger ihop med mina resonemang kring möjligheterna att bedriva en flexibel penningpolitik. Penningpolitiken i Sverige har de senaste åren fokuserat på inflationen och är inte kalibrerad utifrån konjunkturläget. Även om resursutnyttjandet under de kommande åren sjunker kommer konjunkturläget i sig självt knappast att tala för en så expansiv penningpolitik som vi har bedrivit de senaste åren. Kombinationen av ett fortsatt måttligt inflationstryck och ett allt svagare konjunkturläge talar däremot för att höjningarna av reporäntan kommer att bli långsamma framöver.

Sammanfattningsvis förespråkar jag alltså att reporäntan idag höjs med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. Och jag förespråkar en reporäntebana som sammanfaller med den som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport från och med tredje kvartalet nästa år. Med dessa förbehåll kring de penningpolitiska övervägandena ställer jag mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport. Betingat på den penningpolitik som verkar få stöd av en majoritet i direktionen ställer jag mig även bakom den prognos som ligger i rapportutkastet. Betingat på den penningpolitik jag förespråkar bedömer jag att växelkursen skulle bli något starkare i närtid och att inflationen skulle bli något lägre det kommande året, men att prognoskillnaderna i övrigt skulle bli små.

### **Vice riksbankschef Henry Ohlsson:**

Inledningsvis vill jag säga att jag inte ställer mig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Jag anser att reporäntan bör höjas med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. I konsekvens med detta anser jag också att räntebanan bör tidigareläggas så att den blir konsistent med den av mig föreslagna reporäntehöjningen.

Jag har vid de senaste fyra penningpolitiska mötena argumenterat för att reporäntan bör höjas. Sedan septembremötet har inget hänt som gör att jag finner anledning att ändra mig. Således anser jag även denna gång att reporäntan bör höjas. Mina bevekelsegrunder är följande:

Det ekonomiska läget i omvärlden är gott. Ett uttryck för detta är att världshandeln med varor ökar. Under de senaste tolv månaderna har den genomsnittliga, årliga ökningstakten legat på knappt 4,5 procent. Ökad handel är av avgörande betydelse för en liten öppen ekonomi som den svenska. Den gryende protektionismen ger därför anledning till oro. Samtidigt återstår det att se vilka konsekvenser nya tullar och vapenskrammel om nya handelshinder kommer att ha för världshandeln.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms under 2018 komma uppgå till 2,6 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2019 är prognosen 2,3 procent. Den KIX-vägda inflationen bedöms bli 2,2 procent under såväl 2018 som 2019.

De goda globala makroekonomiska förutsättningarna gör att det för omvärlden finns förväntningar om mindre expansiv penningpolitik. Den amerikanska centralbanken har höjt sin styrränta i flera omgångar. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden stiga, om än i långsam takt.

Låt mig övergå till Sverige. KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan förra året. Vid den senaste inflationsmätningen i september låg den årliga ökningstakten för KPIF på 2,5 procent. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De senaste 18 månaderna har den återfunnits i intervallet 1,7–2,5 procent. Den genomsnittliga inflationstakten under dessa 18 månader har varit 2,1 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer vara 2,2 procent i årstakt under 2018. Under 2019 bedöms KPIF att öka med 2,1 procent i årstakt. Måluppfyllelsen är god!

Oktobermätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 2,0 procent. De senaste 34 månaderna har medeltalet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Om man ser till förväntningarna på två års sikt förstärks bilden av att inflationsförväntningarna ligger på tvåprocentmålet. I oktober låg dessa förväntningar på 2,1 procent. Tvåårsförväntningarna har varit 1,9 procent eller högre under de senaste 22 månaderna. I oktober låg ettårsförväntningarna på 1,9 procent eller högre för fjortonde månaden i rad. Inflationsförväntningarna nu är väl förankrade!

Jag övergår nu till att diskutera läget på arbetsmarknaden. Arbetskraftsundersökningarna (AKU) ger den officiella mätningen av arbetslösheten i Sverige. Enligt den senaste arbetskraftsundersökningen låg arbetslösheten i september på 6,0 procent (ej säsongrensad). Det är något lägre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 6,2 procent. I den säsongrensade serien ser man dock en tydlig uppgång i arbetslösheten under det tredje kvartalet i år. Slutsatsen är alltså att AKU-arbetslösheten har bottnat.

Samtidigt tycker jag att det är viktigt att även se på andra arbetslöshetsmått när man tolkar AKU. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I september 2018 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,6 procent. Det är något högre än samma månad ett år tidigare då andelen låg på 2,4 procent. Några tiondelar av en procent hit eller dit spelar ingen större roll, men kvalitativt är det intressant att den nedåtgående trend som vi har sett under flera år nu har brutits. Trendbrottet understryker att arbetslösheten nu har bottnat.

Arbetslösheten är dock enligt min mening fortfarande på en för hög nivå. Idag handlar det dock främst om att få ner arbetslösheten för utrikes födda. Och då är det inte i första hand en fråga för

allmän efterfrågepolitik utan om arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker de arbetslösas humankapital och sänker kostnaderna för att anställa dem.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden. Min utgångspunkt är att penningpolitiken inte kan få styras av att inflationen enstaka månader varierar några tiondelar hit eller dit kring 2 procents inflation. Men nu har inflationen under en längre tid varit kring målet på 2 procent såväl i utfall som förväntningar. Detta är det avgörande argumentet för mig för att det är hög tid att börja normalisera penningpolitiken. Men istället har penningpolitiken under 2018 fortsatt varit mycket expansiv om man ser till den reala reporäntan enligt utkastet till penningpolitisk rapport (se diagram 1:9).

Penningpolitikens pristabilitetsmål handlar i grunden om att hushållens levnadskostnader inte ska öka alltför snabbt. Det är därför konsumentprisindex används för att mäta inflationen. I Sverige är det KPI som är måttet på levnadskostnaderna och målet för penningpolitiken är formulerat i termer av KPI med fast ränta, KPIF. Det är givetvis intressant att studera olika uppdelningar av KPIF. Det kan exempelvis handla om skillnaden mellan varor och tjänster. Det kan också handla om att jämföra priser som utvecklas som resultat av en permanent pågående utveckling med priser som är resultatet av temporära förändringar.

Men det är viktigt att sådana analyser inte skymmer målet för penningpolitiken. Införandet av variationsbandet hade också som bakgrund att det alltid finns oväntade händelser, brus och osäkerheter som gör att det inte alltid går att nå inflationsmålet exakt. Om man väljer att räkna bort vissa priser riskerar man att räkna bort relativprisförändringar. Sedan 2016 har energipriserna trendmässigt ökat snabbare än övriga priser i KPIF.

Riksbanken har nyligen publicerat en Ekonomisk kommentar<sup>9</sup> där underliggande mått på inflation diskuteras. En önskvärd egenskap som ett sådant mått bör ha är att medelvärdet över en längre tidsperiod är detsamma som KPIF-inflationens medelvärde. Utifrån de data som publiceras i kommentaren drar jag slutsatsen att de flesta av de olika underliggande mått som Riksbanken beräknar har medelvärden som ligger under medelvärdet för KPIF-inflationen. Det underliggande mått som ligger längst ifrån KPIF-inflationen är inflationen enligt KPIF exklusive energi.

Jag drar vidare slutsatsen att de flesta underliggande måtten präglas av lika mycket brus – inte mindre brus – som inflationen enligt KPIF. Det finns undantag, något mått på den underliggande inflationen har verkligen mindre brus, men det gäller långt från alla.

---

<sup>9</sup> Johansson, J., M. Löf, M. Sigrist och O. Tysklind, "Mått på underliggande inflation i Sverige", Sveriges riksbank, Ekonomiska kommentarer nr 11, 2018. En av fördjupningarna i utkastet till penningpolitisk rapport sammanfattar kommentaren.

Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport kan jag i delar ställa mig bakom. Men utifrån mina penningpolitiska överväganden kan jag inte ställa mig bakom de penningpolitiska slutsatserna i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sammanfattningsvis anser jag alltså att reporäntan bör höjas med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. I konsekvens med detta anser jag också att räntebanan bör tidigareläggas (men med samma lutning som i utkastet till penningpolitisk rapport) så att den blir konsistent med den av mig föreslagna reporäntehöjningen.

### **Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:**

Jag ställer mig bakom förslaget till ny penningpolitisk rapport, förslaget att lämna reporäntan oförändrad och förslaget till reporäntebana.

Därutöver vill jag närmare kommentera min syn på omvärldsrisker, svensk ekonomi och mina tankar om penningpolitiken.

Sedan september är konjunkturutsikterna i stort sett de samma. Inflationen ligger nära målet och det finns goda förutsättningar att den ligger kvar nära målet under hela prognosperioden.

Den globala konjunkturutvecklingen är fortsatt positiv men riskerna för en sämre utveckling har ökat något. Riskerna kommer särskilt från fortsatta handelskonflikter mellan USA och omvärlden och från vissa enskilda länders svårigheter som stramar åt deras finansiella förhållanden. Så här långt förefaller spridningseffekter från dessa riskfaktorer att via finansmarknader och framtidstro vara begränsade. Men särskilt den globala handelsproblematiken ser ut att bli ett långvarigt tema för den globala ekonomin. I det senaste penningpolitiska protokollet från Federal Reserve observerade medlemmar att tullar på stål och aluminium dämpar investeringar i energisektorn och att företag försöker styra om sina globala värdekedjor som ett resultat av osäkerhet om tullar. Skulle osäkerheten om spelreglerna för global handel bli långvarig verkar det dämpande på både de konjunkturella och strukturella tillväxtutsikterna även för Sverige och det kräver därför försiktighet inför beslut om räntehöjningar.

Den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas starkt även om SCB:s revideringar för 2016 och 2017 tecknade en svagare historisk tillväxt än vad som har rapporterats tidigare. Det förklarar att Riksbanken nedreviderar tillväxten för 2018.

Men konjunkturbedömningen baserar sig på betydligt mer fakta än tillväxtdatan.

Kapacitetsutnyttjandet är trots revideringen ändå högt och arbetslösheten är jämförelsevis låg och i många branscher indikeras brist på arbetskraft. Vidare är företagens och hushållens framtidstro alltså höga. De historiska revideringarna innebär emellertid en lägre produktivitet än tidigare rapporterats, och det medför att jag har blivit något mindre optimistisk om de långsiktiga tillväxtförutsättningarna för svensk ekonomi.

Sedan det förra penningpolitiska mötet är det också notabelt att den inkomna inflationen för september var något högre än väntat och prisuppgångarna fördelades brett, vilket innebär att prognosen om en inflation nära målet står sig. Därutöver har vi också fått ännu en månad av inflationsförväntningar som signalerar en hög tilltro till att inflationen ligger nära 2 procent under hela prognoshorizonten.

Jag övergår nu till min penningpolitiska bedömning.

Eftersom det tar tid innan penningpolitik får full effekt på inflationen och ekonomin i stort, baseras penningpolitiken på prognoser. Ett annat sätt att beskriva det är att det är konjunktur- och inflationsutsikterna en bit framåt i tiden som är de mest relevanta för penningpolitiska beslut.

Under åren med bristfällig uppfyllelse av inflationsmålet var direktionen generellt sett mer fokuserad på statistiken över det ekonomiska nuläget än vad som är normalt. Toleransen för dåliga statistikutfall visavi prognos var låg och krävde vid flera tillfällen betydande prognosjusteringar och beslut om ytterligare penningpolitisk expansion.

Men nu verkar denna period ligga bakom oss och med förankrade inflationsförväntningar kan penningpolitiken återigen bedrivas med en tydligare framåtblickande ansats.

För egen del innebär det framöver en större fokus på inflationsutsikterna på något längre sikt men fortfarande inom den treåriga prognoshorizont Riksbanken använder. Det betyder att den inkommande statistikens eventuella effekter på prognoserna kommer att spela roll snarare än statistikutfallet i sig. Det betyder också att jag har större acceptans för prognosavvikelser när de kan betraktas som mestadels tillfälliga eller inte väntas påverka inflationsförväntningarna.

Samtidigt vill jag vara tydlig med att den publicerade reporäntebanan inte innebär en förutbestämd höjningstakt, utan är endast en prognos på basis av föreliggande ekonomiska utsikter. Vi kommer från en period med alltför låg inflation och inflationstrycket kan knappast beskrivas som besvärande högt. Minskningen av den penningpolitiska expansionen behöver därför ske gradvis och utan att äventyra förtroendet så som det mäts i inflationsförväntningarna.

I närtid speglar reporäntebanan en jämn sannolikhet för en 25 punkters räntehöjning vid något av mötena i december och februari. I den ena vågskålen ligger att särskilt omvärldsrisker innebär möjlighet att avvakta ytterligare, bortom decembermötet. I den andra vågskålen ligger att den faktiska inflationen har legat på eller över målet 11 av de 21 senaste månaderna och att underliggande pristryck är i antågande givet att ekonomin befinner sig nära konjunkturtoppen. En höjning i december eller februari kommer dock inte att utgöra en väsensskild penningpolitik eller medföra några makroekonomiska effekter. Inflationsutsikterna vid kommande räntemöte avgör om jag stödjer en höjning i december eller om jag avvaktar till nästa möte.

Som jag sa inledningsvis stödjer jag förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport att på dagens penningpolitiska möte hålla reporäntan oförändrad. Att rösta för en räntehöjning redan vid dagens möte skulle, om den fick tillräckligt stöd i direktionen och därmed verkställdes, bli en stor överraskning för ekonomins aktörer. Ibland kräver snabbt växlande ekonomiska omständigheter att penningpolitiska beslut medför överraskningar men i dagsläget ser jag inga omständigheter i inflationsutsikterna som skulle motivera en höjning. Därutöver, de makroekonomiska effekterna av att välja mellan i praktiken tre olika höjningstillfällen, idag, i december eller i februari, är helt försumbara.

### **§3. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan**

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A.
- att behålla reporäntan på -0,50 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 31 oktober 2018.

Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och förordade en höjning av reporäntan till -0,25 procent. Flodén hänvisade till inflationsuppgången och det stärkta förtroendet för inflationsmålet och förespråkade en räntebana som sammanfaller med rapportens räntebana från och med tredje kvartalet 2019. Ohlsson hänvisade till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt och förespråkade en tidigarelagd räntebana med samma lutning som räntebanan i den penningpolitiska rapporten.

## §4. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 3 med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 24 oktober 2018 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 2 november 2018 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

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](mailto:registratorn@riksbank.se)  
[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)