



Penningpolitiskt protokoll

april 2018

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 25 april 2018 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent. Prognosen för reporäntan är nedreviderad sedan det penningpolitiska mötet i februari och indikerar att långsamma höjningar av reporäntan inleds först mot slutet av året.

En majoritet i direktionen ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Denna bild är i stora drag oförändrad sedan i februari. Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas men inflationen stiger måttligt. I Sverige är det ekonomiska läget starkt och inflationen har varit nära målet det senaste året.

Att KPIF-inflationen är nära 2 procent beror dock delvis på en snabb ökning i energipriserna. Den underliggande inflationen har utvecklats oväntat svagt hittills i år och liksom vid februari mötet har prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi justerats ner. Flera ledamöter uttryckte oro för inflationsutvecklingen framöver och man konstaterade att en förutsättning för att KPIF-inflationen ska stabiliseras nära 2 procent är att penningpolitiken är fortsatt expansiv. Det har tagit lång tid att få tillbaka inflationen och inflationsförväntningarna till 2 procent och flera ledamöter betonade vikten av vaksamhet och försiktighet i penningpolitiken. Mot bakgrund av osäkerheten kring styrkan i inflationstrycket landade majoriteten i att det är rimligt att nu vänta något längre innan det är dags att börja höja reporäntan än enligt bedömningen som gjordes vid det penningpolitiska mötet i februari. Prognosen för reporäntan indikerar att räntehöjningar inleds mot slutet av året.

Det uttrycktes nyanser kring när det kan tänkas bli lämpligt att höja reporäntan. En ledamot ville inte utesluta möjligheten att det kan ske i september medan en annan menade att det kan bli nödvändigt att ytterligare senarelägga första höjningen, jämfört med prognosen för reporäntan.

Ledamöterna diskuterade växelkursens utveckling, vad som kan ligga bakom de stora rörelserna som skett sedan föregående möte och på vilket sätt detta bedöms påverka inflationen. Flera ledamöter poängterade att det är viktigt att kronans växelkurs utvecklas på ett sätt som är förenligt med att inflationen stabiliseras nära målet.

Flera ledamöter underströk också hur viktigt det är att inflationsförväntningarna fortsatt ligger i linje med inflationsmålet.

Det fördes även en diskussion om fördelningseffekter och huruvida penningpolitiken kan och bör ta fördelningspolitiska hänsyn.

En ledamot reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Han förordade en höjning av reporäntan till -0,25 procent med hänvisning till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2018-04-25
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

Jan Alsterlind
Mattias Ankarhem
Meredith Beechey Österholm
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Jens Iversen
Maria Kindborg
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Bengt Petersson
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Jens Vahlquist (§ 1-3A)
Anders Vredin
Fredrik Wallin (§ 1-3A)
Ann-Margret Westin

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Bengt Petersson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutveckling sedan senaste penningpolitiska mötet

Jens Vahlquist, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i februari har penningpolitiska förväntningar och obligationsräntor skiftat upp i USA där ytterligare styrräntehöjningar förväntas både i år och nästa år och där långa obligationsräntor nu ligger på den högsta nivån sedan 2014. Penningpolitiska förväntningar och obligationsräntor har dock skiftat ned i euroområdet och Storbritannien mot bakgrund av bland annat penningpolitisk kommunikation som tolkats som att räntehöjningar kan dröja något längre än tidigare väntats. Börserna har över lag varit stabila. Oljepriset har stigit till omkring 75 dollar per fat till följd av OPEC:s framgångsrika produktionsbegränsningar som bidragit till att minska oljelager och till följd av en viss geopolitisk oro.

Inför dagens penningpolitiska beslut förväntas att reporäntan lämnas oförändrad. Marknadens förväntningar på tidpunkten för en första styrräntehöjning från Riksbanken har senarelagts en aning. Genomsnittet av marknadsbedömningar är att detta sker i december men en första räntehöjning med 0,25 procentenheter är inte fullt inprisad förrän i februari. Den svenska kronan har i både konkurrensvägda termer och mot euron försvagats betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari, men har den senaste veckan stabiliserats.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Jesper Hansson, avdelningschef på 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 9, 10 och 11 april. På ett möte med direktionen den 16 april diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Därefter lyfte Hansson två viktiga frågor som diskuterats särskilt mycket under den penningpolitiska beredningsprocessen i april. Den första handlar om den underliggande inflationen i Sverige som blev lägre än väntat under årets tre första månader. Det tycks därmed som att delar av uppgången i fjol har varit tillfällig och det reser frågor kring hur stort avtryck den starka konjunkturen har lyckats sätta i inflationstrycket. Den andra frågan är försvagningen av kronan och effekten på inflationen. Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har kronans växelkurs försvagats med cirka 5 procent och det är sannolikt många olika faktorer som bidrar till försvagningen. Vad som ligger bakom en växelkursförändring och hur länge denna förändring väntas bestå spelar roll för hur konjunkturen och inflationen påverkas. För en mer ingående

analys kring sambandet mellan växelkursen och inflationen hänvisade Hansson till en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport.

Hansson sammanfattade därefter ny information som tillkommit sedan det penningpolitiska mötet i februari. Han konstaterade att BNP-tillväxten i omvärlden fortsätter att öka i god takt även om månadsstatistik tyder på tillfälligt svagare tillväxt första kvartalet, främst i euroområdet. Prognosen för resten av 2018 och 2019 är dock något uppreviderad, främst beroende på mer expansiv finanspolitik i USA som även påverkar andra länder. Trots goda konjunkturutsikter är inflationstrycket förhållandevis lågt och den underliggande inflationen stiger endast långsamt. KPI-inflationen är högre, bland annat till följd av stigande energipriser. Sedan februari har marknadsförväntningarna på framtida styrräntor stigit i USA, men fallit i Europa. Förändringen hänger samman med förändrade förutsättningar för inflationen i båda regionerna.

Den svenska ekonomin är också stark och inflation nära målet, noterade Hansson. Förtroendeindikatorer tyder på fortsatt hög tillväxt i Sverige första halvåret 2018. Tillväxten mattas sedan av något när bostadsbyggandet minskar och tillväxten på exportmarknaden dämpas. Utfallet för fjärde kvartalet 2017 var något svagare än väntat, till följd av lägre konsumtion och investeringar. Detta, i kombination med en något svagare utveckling även under inledningen av året gör att prognosen för BNP-tillväxten 2018 är marginellt nedreviderad till 2,6 procent. Arbetslösheten har fallit oväntat mycket under första kvartalet, men det bedöms delvis bero på tillfälligheter i statistiken. De flesta indikatorer pekar på fortsatt god efterfrågan på arbetskraft, men en stor del av gruppen arbetslösa består av personer som historiskt haft relativt svårt att få ett arbete. Arbetslösheten väntas därför inte sjunka ytterligare och prognosen ligger platt på strax under 6,5 procent.

Hansson konstaterade också att det senaste utfallet för inflationen ligger i linje med februariprognosen. KPIF-inflationen var 2,0 procent i mars. Det beror dock delvis på en snabb ökning i energipriserna som inte bedöms vara varaktig. Exklusive energi ökade KPIF med 1,5 procent i mars vilket är 0,3 procentenheter lägre än i prognosen från februari. Det indikerar att inflationstrycket är lägre än väntat. Samtidigt har kronan försvagats med cirka 5 procent sedan februari, vilket bidrar positivt till inflationen, främst under 2018 och 2019. Att prognosen för inflationen mätt med KPIF nästan är oförändrad beror därmed på att den lägre underliggande inflationen i utgångsläget motverkas av högre energipriser och en svagare växelkurs. Kronförsvagningen bedöms i sin tur främst bero på förändringar i förväntad penningpolitik och ökad oro på finansiella marknader, men även andra faktorer kan ha bidragit. Hansson underströk att prognosen för kronans växelkurs bygger på att dessa faktorer klingar av framöver och att mer grundläggande bestämningsfaktorer spelar roll för kronkursen.

Hansson framhöll också att de prognosförslag som redovisats baseras på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på -0,50 procent. Prognosen för reporäntan har reviderats ner något för att ge mer

stöd till den underliggande inflationen. Långsamma höjningar av reporäntan inleds först mot slutet av året. Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av mars till drygt 320 miljarder kronor i nominellt belopp. Makroprognosen bygger på att förfall och kupongbetalningar återinvesteras i jämn takt framöver enligt beslutet i december.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Jag ställer mig bakom bedömningarna som finns i förslaget till den penningpolitiska rapporten och jag stödjer också förslaget att behålla reporäntan på -0,50 procent och att justera prognosen för reporäntan så att den första reporäntehöjningen skjuts något framåt i tiden.

Konjunkturen i omvärlden fortsätter att utvecklas väl och den globala tillväxten var 2017 på sin högsta nivå sedan 2011. Tillväxten i USA ligger på en relativt hög nivå. Besluten om tullar på stål och aluminium och diskussionerna om ytterligare handelshinder verkar ännu inte ha påverkat den realekonomiska utvecklingen i någon större utsträckning. Däremot verkar detta ha haft viss effekt på förtroendet bland hushåll och företag samt utvecklingen på de finansiella marknaderna, vilket så småningom riskerar att påverka de realekonomiska utsikterna.

Eftersom Sverige är särskilt beroende av utvecklingen i euroområdet är det av stort intresse att särskilt följa utvecklingen där – inte minst i Tyskland. Här är tillväxten fortsatt god men det finns vissa tecken på avmattning. Industriproduktion och detaljhandels­siffror för Tyskland var under första kvartalet lägre än vad marknaden väntat.

Den så kallade ZEW-indikatorn som speglar förväntningar om den framtida ekonomiska utvecklingen har de senaste två månaderna visat stora skift nedåt efter en tämligen stabil utveckling under 2017. Man kan inte dra alltför långtgående slutsatser på dessa indikatorer men det finns möjligen en risk för att tillväxten i Tyskland och därmed också euroområdet inte blir så hög som vi räknat med.

Att det finns tecken på att förtroendet vänder nedåt i Tyskland hänger antagligen ihop med diskussionerna om handelshinder och den geopolitiska oron relaterad till kriget i Syrien. Dessutom kvarstår osäkerhet kring effekterna av Brexit. Sammantaget finns därmed flera faktorer som kan bidra till en ökad osäkerhet om utvecklingen i omvärlden framöver.

Händelserna i omvärlden har också lett till en viss ökning av oron på de finansiella marknaderna under de senaste månaderna. Den ökade oron i början av året drevs mycket av risken för stigande löner i USA, men sedan vår senaste penningpolitiska rapport i februari har utvecklingen också påverkats av andra faktorer, bland annat diskussionerna kring handelshinder.

Trots den goda tillväxten i omvärlden under fjolåret så är fortsatt löneutvecklingen svag i många länder – något vi också ser har påverkat Sverige och som jag tog upp vid förra mötet. Det finns

dock tecken på stigande löneökningstakt i bland annat USA och euroområdet. Som jag också berörde redan vid förra mötet indikerar de nya löneavtalen i den tyska industrin en högre löneökningstakt framöver. Även om vi sett vissa tecken på avmattning i den tyska ekonomin den allra senaste tiden har de nya avtalen förhandlats fram i ett starkare konjunkturläge än tidigare. Just detta är kanske särskilt intressant ur ett svenskt perspektiv, eftersom parterna inom den svenska industrin fäster stor vikt vid löneutvecklingen i de viktigaste konkurrentländerna, inte minst i Tyskland, i sina avtalsförhandlingar. Och avtalen inom industrin fungerar dessutom som "märke" för övriga sektorer i Sverige vid avtalsförhandlingarna. Ett högre inhemskt resursutnyttjande ökar också sannolikheten för allt högre löneökningar i Sverige.

Jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari så har den realekonomiska utvecklingen i Sverige i stora drag varit i linje med våra prognoser. Däremot har kronan utvecklats svagare än vår bedömning i februari. Till en del har det att göra med den ökade marknadsoron men även förväntningar om en mer expansiv penningpolitik i Sverige har spelat roll. Det hänger i sin tur ihop med utfallen för inflationen i Sverige som inkommit sedan februari – något jag återkommer till strax.

Den svagare kronan bör på några kvartals sikt bidra till en något högre inflation, men vår bedömning idag är att detta ändå kanske inte är tillräckligt för att inflationen ska hinna stabiliseras runt 2 procent redan under 2018.¹

Vi såg redan vid det penningpolitiska mötet i februari en risk för att inflationen under våren 2018 skulle bli lägre än vi räknat med, och vi uteslöt då inte heller att detta skulle kunna leda till en lägre inflationsprognos och därmed en effekt nedåt på reporäntebanan.

Inflationsutfallen sedan februari mötet har varit något lägre än vi prognostiserat, även om det enligt min uppfattning inte har varit en särskilt stor avvikelse. Men en del av förklaringen till att KPIF-inflationen trots allt ligger nära 2 procent är stigande energipriser. Det är därför av intresse att också följa den underliggande inflationen där energipriserna rensas bort.

KPIF-inflationen exklusive energi ligger nu på 1,5 procent, och vi räknar med att den förblir ungefär på den nivån under resten av 2018. Ett skäl till att den underliggande inflationen blivit lägre är att tjänstepriserna inte stiger lika snabbt som tidigare, och det är osäkert om de kommer att återgå till de ökningstakter vi såg under 2017. Till viss del är detta vad vi kan förvänta oss, eftersom ökningstakten förra året påverkades av en ny beräkningsmetod för utrikesresor, men även bortsett från detta har ökningstakten i tjänstepriserna avtagit den senaste tiden.

¹ Se fördjupningen "Växelkursen och inflationen" i utkastet till penningpolitisk rapport sidorna 30-31 för en utförligare diskussion.

Mot bakgrund av den svagare underliggande inflationsutvecklingen tycker jag att det finns goda skäl att skjuta något på den första reporäntehöjningen. Den expansiva penningpolitiken har så här långt varit framgångsrik och bidragit till den goda ekonomiska utvecklingen i Sverige.

Även om resursutnyttjandet är på en hög nivå och arbetslösheten låg ser vi ännu inte några tecken på någon större löneglidning. Det verkar finns flera skäl till detta, bl.a. den ökade flexibiliteten på arbetsmarknaden.

Min bedömning är att vi bör vara försiktiga i detta läge.

Om vi börjar höja reporäntan för tidigt ökar risken för att inflationen inte stabiliseras runt 2 procent. Vi kan i ett sådant scenario inte heller vara säkra på att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet. Det finns därför en betydande risk att också inflationsförväntningarna vänder ner och förtroendet för inflationsmålet skadas.

Den oro som jag tidigare uttryckt för utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden kvarstår. Som vi i många olika sammanhang diskuterat finns ett stort behov av att genomföra reformer i syfte att nå en långsiktig balans mellan utbud och efterfrågan och därmed minska risken för negativa effekter på svensk ekonomi.

Sedan i höstas har bostadspriserna fallit i Sverige, och vår bedömning är att de är på väg att stabiliseras för att sedan stiga i måttlig takt. Men osäkerheten är naturligtvis stor när det gäller prisutvecklingen.

Utöver de risker vi lyfter i rapporten så finns det också tecken på att konkurrensen om bolånekunderna ökar till följd av nya aktörers inträde på bolånemarknaden. Om detta leder till generellt lägre bolåneräntor ökar risken för överhettning på bostadsmarknaden och att bostadspriserna åter tar fart. Därmed riskerar skuldsättningen att drivas på ännu mer. Detta är någonting vi får anledning att återkomma till i vårens finansiella stabilitetsrapport.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent och utkastet till penningpolitisk rapport. Jag ställer mig även bakom prognosen för reporäntan då den i grova drag fångar min bedömning av hur penningpolitiken behöver utvecklas, men jag återkommer strax med några kommentarer på ränteprognosen och den penningpolitiska planen.

Efter vårt penningpolitiska möte i februari har utvecklingen i omvärlden varit ungefär i linje med vår prognos. Konjunkturen fortsätter därmed att stärkas i euroområdet. Men det finns vissa tecken på att utvecklingen nu börjar dämpas då förtroendeindikatorer har fallit tillbaka något från höga nivåer den senaste tiden.

Även i Sverige har utvecklingen i realekonomin varit i linje med vår prognos. En viktig fråga inför de senaste penningpolitiska mötena har varit prisnedgången på bostadsmarknaden.

Prisnedgången under hösten 2017 medförde att osäkerheten kring utvecklingen för bostadspriserna och byggandet har varit ovanligt stor. Mot bakgrund av den ovanligt stora prognososäkerheten är det särskilt värt att notera att de senaste månadernas utveckling är helt förenlig med vår tidigare prognos. Det talar fortsatt för att priserna nu börjar stabiliseras och att byggandet inte faller alltför kraftigt.

De viktigaste överraskningarna efter det penningpolitiska mötet i februari rör den svenska inflationen och kronans växelkurs. KPIF-inflationen har visserligen utvecklats i linje med vår prognos och ligger nära 2 procent. Men bakom den siffran har energipriser blivit överraskande höga medan den underliggande inflationen har blivit klart lägre än väntat. Vår prognos i februari var att kronan skulle stärkas långsamt under året, men efter det penningpolitiska mötet har kronan i stället försvagats med ungefär 5 procent.

Mina penningpolitiska överväganden inför dagens beslut handlar främst om tolkningar av den låga underliggande inflationen och den svaga kronan, och vilka implikationer de här utvecklingarna får för inflationstrycket.

En första fråga är hur man ska se på förhållandet mellan KPIF-inflationen och mått på underliggande inflation, till exempel enligt KPIF exklusive energi. Här är min syn att inflationen enligt KPIF exklusive energi ofta är en bra indikator på inflationstrycket och vart inflationen är på väg på sikt. Men KPIF-inflationen är ju vår målvariabel och förmodligen det inflationsmått vars utfall är viktigast för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Att KPIF-inflationen nu hålls uppe av stigande energipriser underlättar därför för penningpolitiken eftersom risken för fallande inflationsförväntningar blir mindre.

En andra fråga är hur den låga underliggande inflationen påverkar inflationstrycket framöver. Den här frågan är mycket svårare att besvara. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi var i mars 0,25 procentenheter lägre än vår prognos i februari. Men tittar man på de tre inflationsutfallen efter februarimötet är det främst utfallet för januari som överraskade negativt medan månadsförändringen i KPIF exklusive energi i februari och mars var nära vår prognos. En del av överraskningen i januari verkar ha orsakats av tillfälliga faktorer som inte nödvändigtvis sätter spår i inflationstrycket framöver. Det här indikeras också av vår uppdaterade inflationsprognos där månadsförändringarna i KPIF exklusive energi det kommande året ligger kvar på ungefär samma nivå som i februariprognosen.

Att prognosen för den underliggande inflationen inte har sänkts när vi ser på prisförändringar månad för månad beror förstås även på den försvagade kronan. Den tredje frågan rör just växelkursens utveckling och hur den påverkar inflationen. Att kronan har försvagats kommer att bidra till högre inflation framöver. Men kronförsvagningen är förmodligen tillfällig och det är osäkert hur stort genomslag en tillfällig kronförsvagning får på inflationen.

Till osäkerheten bidrar dessutom att orsakerna bakom kronförsvagningen inte är helt tydliga. Det verkar som att förväntningar på senarelagda räntehöjningar endast är en av flera förklaringar till kronförsvagningen. Det är därför svårt att bedöma hur kronan, och därmed inflationen, skulle påverkas av olika penningpolitiska beslut idag. Men förmodligen skulle kronan förbli lite svagare än vår februariprognos ett tag framöver även om vi idag höll fast vid samma penningpolitiska planer som då.

Den penningpolitiska planeringen såväl vid det penningpolitiska mötet i februari som idag har fokuserat på tidpunkten för den första höjningen av reporäntan från dagens nivå på -0,50 procent. I februari menade jag att den prognos för reporäntan vi då publicerade skulle tolkas som att det förmodligen kommer att vara lämpligt att höja reporäntan med 0,25 procentenheter på något av de penningpolitiska mötena i juli, september eller oktober. Jag tycker inte att utsikterna för inflationsutvecklingen framöver har förändrats på något dramatiskt sätt därefter. Men det låga utfallet för den underliggande inflationen i januari reser vissa frågetecken och ökar osäkerheten kring inflationsprognosen. Min bedömning idag är därför att det knappast kommer att vara lämpligt att höja reporäntan i juli. Innan räntan höjs vill jag se tydligare tecken på att den underliggande inflationen inte har växlat in på en svagare bana efter utfallet i januari, och på att vår inflationsprognos inte är för optimistisk.

Det här behovet av att avvakta lite mer information innan reporäntan höjs fångas av den nya ränteprognos som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport. Som jag sa inledningsvis ställer jag mig bakom den nya prognosen då den i grova drag beskriver min bedömning av den lämpliga penningpolitiken framöver. Men den nya prognosen indikerar att reporäntan ska höjas först i oktober eller december. Jag hade helst sett en lite mindre prognosförändring som tydligare indikerar att det fortfarande kan bli aktuellt att höja reporäntan i september. En utveckling som skulle tala för en tidig räntehöjning är om kronan inte stärks så snabbt som i vår prognos, särskilt om den svaga växelkursen också börjar sätta ett tydligare avtryck i inflationssiffrorna.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har tre nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Det senaste inflationsutfallet, som avsåg mars, rapporterade en KPIF-inflation på strax över 2 procent. Rensat för energipriser uppgick utfallet till lite drygt 1,5 procent. Utfallet för KPIF-inflationen var i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari medan utfallet för KPIF-inflationen exklusive energipriser var knappt 0,3 procentenheter lägre än väntat. Att inflationen exklusive energipriser utvecklas överraskande svagt bekräftar att det fortsätter att finnas frågetecken kring styrkan i den mer underliggande inflationstakten.

Inflationsförväntningarna, framför allt på lite längre sikt, håller sig alltså hyggligt nära inflationsmålet men det finns några oroväckande inslag i mätningarna den senaste tiden. Att förväntningarna har en tendens att falla lite grann på kort sikt är kanske inte så konstigt med

tanke på svaghetstecknen i den underliggande inflationen. Men de relativt stora svängningarna i förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna är något som oroar mig en del.

I Prosperas senaste kvartalsundersökning, som avsåg mars, föll arbetsgivarorganisationernas KPI-inflationsförväntningar med cirka 0,2 procentenheter på både ett och två års sikt. För arbetstagarorganisationerna var det i stället förväntningarna på KPIF-inflationen som gick ner ganska påtagligt, med knappt 0,2 procentenheter på två års sikt och drygt 0,3 procentenheter på fem års sikt. Utvecklingen kan delvis ha att göra med att det finns svårigheter att rapportera förväntningar för inflationen mätt med både KPI och KPIF. Men de förhållandevis stora svängningarna är ändå lite bekymmersamma med tanke på hur viktigt det är att just arbetsmarknadsorganisationerna uppfattar inflationsmålet som ett stabilt ankare för pris- och lönebildningen. Jag tycker att det här är en fråga som vi bör återkomma till, om inte arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar stabiliseras inom kort.

Slutsatsen jag drar av utvecklingen i inflationen och inflationsförväntningarna är att den aktuella inflationsbilden har försämrats något sedan i februari. Att KPIF-inflationen håller sig nära vår prognos och målet beror i hög grad på oväntat snabba energiprisökningar. Rensat för energipriser är inflationen oväntat låg, kring 1,5 procent, trots att en viss nedjustering av prognosen gjordes så sent som i februari. Till bilden hör att utvecklingen av tjänstepriserna har försvagats, med kontinuerligt avtagande prisökningstakter sedan augusti i fjol fram till februari i år. I mars vände visserligen ökningstakten upp något, till drygt 2,2 procent, men utgångsläget inför dagens penningpolitiska möte är fortfarande dåligt och lite sämre än inför mötet i februari. Med rimliga antaganden för övriga priser i KPI-korgen är den aktuella ökningstakten för tjänstepriserna med stor sannolikhet inte tillräcklig för att Riksbanken framöver ska klara av att stabilisera inflationen nära inflationsmålet.

Ser vi till prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport görs nu också, mot bakgrund av det svaga utfallet, en ny nedrevidering av bedömningen av KPIF-inflationen exklusive energipriser, i storleksordningen 0,1-0,2 procentenheter under resten av innevarande år. Att bedömningen av KPIF-inflationen under samma tidsperiod inte skrivs ned, utan istället justeras upp något, beror på att energiprisernas bidrag fortsätter att vara större än väntat. Det är i sin tur en följd av både högre elpriser, orsakade av det kalla vädret under inledningen året, och högre drivmedelspriser. Den senaste tidens kronförsvagning påverkar energipriserna relativt snabbt, men beräknas bidra till högre underliggande inflation med viss tidsfördröjning, från slutet av 2018 och nästa år. Sammantaget är prognosjusteringarna för både KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energipriser små från mitten av 2019 och framåt. Ungefär i det tidsperspektivet är också båda inflationsmåten nära 2 procent.

Jag ställer mig bakom prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Och jag ställer mig också bakom penningpolitiken som där föreslås. Med de frågetecken kring den underliggande inflationen som har funnits en tid och nu också har förstärkts är det rimligt, precis som föreslås i

rapportutkastet, att något revidera ned prognosen för reporäntan och inleda långsamma räntehöjningar först mot slutet av året. När det gäller den mer precisa innebörden av formuleringen att ”inleda långsamma räntehöjningar först mot slutet av året” noterar jag att vi på kommande möten har gott om tid att slipa vidare på denna.

Man kan i dagsläget naturligtvis inte utesluta att det skulle kunna bli aktuellt att höja räntan tidigare än ”mot slutet av året”, och förstås inte heller senare än så. Men, som jag var inne på redan på det penningpolitiska mötet i februari, delar jag bedömningen att det nu är mycket osannolikt att reporäntan höjs på de penningpolitiska mötena i juli och september. Att det kan bli nödvändigt att senarelägga den första räntehöjningen till en bit in på nästa år är då, vilket jag också påpekade i februari, ett scenario som jag för egen del tror jämförelsevis mer på. En stor fördel med att vänta med att höja räntan till en bit in på 2019 är att det vid den tiden förhoppningsvis har verifierats att våra prognoser om en inflation nära 2 procent, i termer av både KPIF och KPIF exklusive energipriser, har slagit in.

Jag ska avsluta med några tankar kring kronans växelkurs, som ju försvagats ganska mycket efter det penningpolitiska mötet i februari. Ett par frågor som, formulerat på lite olika sätt, ofta har ställts i debatten om penningpolitiken under senare tid är om det bara är bra att kronans växelkurs försvagas och om det inte nu är så att kronan faktiskt börjar bli alltför svag. I utkastet till penningpolitisk rapport görs analysen att den senaste tidens kronförsvagning beräknas bidra till en inflation som är ett antal tiondelar av en procentenhet högre än annars. Den samlade bilden av konjunkturutsikterna är samtidigt i stora drag oförändrad sedan februari. Inte heller riskerna för den finansiella stabiliteten har ändrats nämnvärt. Jämför man Riksbankens prognoser och analyser med bedömningar från andra prognosmakare efter det penningpolitiska mötet i februari tycks inga avgörande skillnader föreligga. Allt det här gör det svårt att säga att den försvagning av kronan som nu har skett har skapat, eller är på väg att skapa, allvarliga problem för den svenska ekonomin.

Jag tror att det finns goda skäl till att varken Riksbankens eller andra prognosmakares bedömningar spår några stora problem med den senaste tidens utveckling av kronkursen. Försvagningen förefaller i stor utsträckning hänga samman med faktorer som huvudsakligen påverkar växelkursen under kortare tid, till exempel förändringar i synen på inflationsutsikterna och penningpolitiken i Sverige relativt omvärlden.² Annorlunda blir det om växelkursen försvagas till följd av förtroendeproblem som kan ha sitt ursprung i bland annat långsiktigt svag tillväxt, oreda i de offentliga finanserna eller en lönebildning som skapar bekymmer för konkurrenskraften. Under sådana omständigheter kan en valutakurs mycket väl ”bli alltför svag”

² Se fördjupningen ”Växelkursen och inflationen” i utkastet till penningpolitisk rapport sidorna 30-31 för en utförligare diskussion.

och snarare bidra till att förvärra olika ekonomiska problem än att mildra dem och fungera som stötdämpare.

Även om den svenska ekonomin förstås inte fungerar perfekt i alla avseenden kännetecknas den idag dessbättre inte av den här typen av förtroendeproblem. Det bästa man kan göra för att se till att sådana problem inte heller uppkommer i framtiden är att fortsätta att göra sin hemläxa när det gäller bland annat att nödvändiga strukturella reformer genomförs, att finanspolitiken bedrivs på ett långsiktigt hållbart sätt och att lönebildningen levererar nominella löneökningar med hänsyn till det utrymme som ges av inflationsmålet och den trendmässiga produktivitetstillväxten.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Låt mig börja med att notera att jag delar synen på den ekonomiska utvecklingen internationellt och i Sverige så som den beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Den utveckling som tecknas den här gången är ungefär densamma som vid det penningpolitiska mötet i februari. Därför är det då också naturligt för mig att ställa mig bakom förslaget att reporäntan behålls på sin nuvarande nivå om $-0,50$ procent. Jag ställer mig även bakom förslaget att skjuta något på reporäntebanan, med långsamma höjningar av reporäntan först mot slutet av året. Detta mot bakgrund av att bedömningen nu är att inflationstrycket är något lägre än vad vi prognostiserat tidigare. Till penningpolitiken hör även de återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen som fortgår enligt den plan som beslutades i december. Köpen uppgår till knappt 1 miljard kronor i veckan, och har hittills fungerat bra. Dessa köp ger oss fortsatt valfrihet, och fortsatt beredskap i penningpolitiken eftersom de är lätt skalbara åt endera hållet.

Den globala ekonomin är för närvarande inne i en förhållandevis stark fas. Tillväxten i omvärlden var ifjol nästan 3 procent (mätt i KIX-viktade termer), den högsta siffran sedan 2011. Den goda utvecklingen förväntas fortgå under kommande år, även om det finns risker i form av negativa effekter av handelshinder, geopolitisk oro och volatilitet på valutamarknaden när räntorna stiger i USA. Det sistnämnda brukar påverka inte minst länder med stor kort upplåning i dollar. Men inflationen i vår omvärld har hittills varit måttlig och lägre än vad historiska samband skulle gett vid handen. I prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport väntas en omvärldsinflation kring 2 procent.

För Sveriges del kan man konstatera att den ekonomiska utvecklingen är god. Tillväxten har varit hög under flera år, även om den mattats något under senare tid. Under 2018 väntas en BNP-tillväxt på 2,6 procent, något över det historiska snittet. Läget på arbetsmarknaden är den starkaste på många år med goda siffror vad gäller sysselsättningsutvecklingen, ett högt arbetskraftsdeltagande och en sjunkande arbetslöshet. Olika mått på resursutnyttjande, även om de är osäkra, tyder på att resursutnyttjandet är högre än normalt, och ändå, precis som i många andra länder, har inflationstrycket varit lägre än vi är vana vid.

Trots den starka ekonomiska utvecklingen behöver inflationen fortsatt stöd från penningpolitiken. Inflationstakten har förvisso sedan något år tillbaka utvecklats väl i linje med vårt mål på två procent. Och inflationsförväntningarna, som för några år sedan var för låga, är numera på nivåer som tyder på ett återställt förtroende för inflationsmålet. Men de senaste månadernas inflationsstatistik har varit på den svaga sidan. Utfallen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi har blivit lägre än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i februari och det senaste utfallet i mars var 1,5 procent, tre tiondelar under prognos. Bakom denna utveckling ligger bland annat att tjänstepriserna inte stiger lika snabbt som de gjorde under 2017. Prognosen för KPIF exklusive energi är nedreviderad för 2018. För att ge stöd åt inflationen och se till att KPIF-inflationen någorlunda symmetriskt stabiliseras runt 2 procent menar jag att det är lämpligt att skjuta något på räntebanan.

Riksbanken bedriver sedan några år tillbaka en mycket expansiv penningpolitik. Den negativa räntan och obligationsköpen har haft avsedd effekt, det vill säga via gynnsamma finansiella förhållanden har bland annat den inhemska efterfrågan stimulerats. Med den här politiken har Sverige under flera år haft en högre tillväxt och inflationstakt än i euroområdet, vår viktigaste handelspartner.

För att inflationen ska fortsättas att utvecklas i linje med målet behövs fortsatt stöd från en expansiv penningpolitik, som jag redan varit inne på. Men viktigt är även att omvärldsinflationen stiger framöver i linje med våra prognoser, och inte sjunker tillbaka. Ytterligare en betydelsefull faktor är kronans utveckling. Det gäller fortfarande att en alltför snabb förstärkning kan försvåra en stabilisering av inflationen nära målet. Samtidigt är kronans utveckling svårprognosticerad. Vår prognos om en växelkursförstärkning under kommande år bygger på klassiska argument som relativa tillväxtskillnader och bytesbalanssaldon. Teori och historiska samband pekar på att länder med hög tillväxt jämfört med omvärlden och bytesbalansöverskott tenderar att ha valutor som stärks. Samtidigt ser vi att den svenska kronan ofta försvagas i tider av finansiell oro, vilket utvecklingen sedan det förra penningpolitiska mötet är ett exempel på. Det verkar som att små valutor, som den svenska kronan, numera påverkas mer av finansiell volatilitet oavsett styrkan i den underliggande ekonomin och det gäller särskilt i ett kort tidsperspektiv.

Penningpolitikens utformning i Sverige påverkas i stark grad av omvärldsfaktorer, något som jag tagit upp på flera penningpolitiska möten. Det mycket låga ränteläget i Sverige speglar delvis ett internationellt fenomen, med sjunkande globala realräntor de senaste decennierna. Att reporäntan inte bara är mycket låg utan till och med negativ handlar mycket om den mycket expansiva penningpolitik som bedrivits under senare år i euroområdet. Riksbanken befinner sig i detta avseende i ungefär samma situation som centralbankerna i exempelvis Danmark och Schweiz. Ytterligare en viktig faktor är löneutvecklingen i Sverige, som under senare år varit svag i förhållande till konjunkturläget. Måhända är arbetskraftsutbudet idag, potentiellt över gränserna,

mera elastiskt än tidigare. Oavsett varför löneutvecklingen är det den är, är det ytterligare ett skäl till den mycket expansiva penningpolitiken.

Det låga ränteläget innebär dock en fortsatt stigande skuld- och riskuppbyggnad i den privata sektorn. Finansinspektionens beslut om ett skärpt amorteringskrav bidrar till att hushållens motståndskraft förbättras något. Men åtgärder behövs som angriper de långsiktiga strukturella problemen på svensk bostadsmarknad. Detta har jag talat om många gånger i olika sammanhang och utkastet till penningpolitisk rapport innehåller en kort diskussion.

Låt mig avslutningsvis säga att jag anser att det är viktigt med fortsatt vaksamhet och försiktighet i penningpolitiken. Med kraftfulla åtgärder de senaste åren fick vi tillbaka inflationen och inflationsförväntningar i linje med målet. Men den senaste tidens inflationsutfall visar att det är för tidigt att ändra kursen i penningpolitiken i en mindre expansiv riktning. Inflationsutvecklingen behöver fortsatt starkt stöd från penningpolitiken. Mitt intryck är att inflationen ännu inte rör sig varaktigt och någorlunda symmetriskt runt målet. Vi är ännu inte helt på fast mark.

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.

Det ekonomiska läget i omvärlden är gott. Ett uttryck för det är att världshandeln med varor ökar. Under det senaste året har detta också skett i en ökande takt. De senaste mätningarna visar på årliga ökningstakter i storleksordningen 4,5 procent. Ökad handel är av avgörande betydelse för en liten öppen ekonomi som den svenska.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägt med KIX, bedöms under 2018 komma uppgå till 2,7 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2019 sker en upprevidering till 2,5 procent. Visserligen är inflationstrycket lågt och nedreviderat men den sammanvägda KIX-inflationen bedöms ändå bli 2,0 procent under 2018 och 2019.

De goda globala makroekonomiska förutsättningarna gör att det för omvärlden finns förväntningar om en mindre expansiv penningpolitik. Den amerikanske centralbanken har höjt sin styrränta i flera omgångar. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas KIX-räntan stiga om än i långsam takt. Men det förtjänar att noteras att det här inte har skett några revideringar jämfört med den förra penningpolitiska rapporten. I detta fall rör det prognosåren 2018 och 2019. Till detta kommer att räntan på tioåriga amerikanska statsobligationer i dagarna har nått 3 procent för första gången sedan 2014.

Låt mig övergå till Sverige. Målvariabeln för penningpolitiken är sedan i höstas KPIF. Samtidigt beslutade Riksbanken att införa ett variationsband kring inflationsmålet. Den årliga

ökningstakten för KPIF låg på 2,0 procent vid den senaste inflationsmätningen i mars. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De senaste tolv månaderna har KPIF-inflationen återfunnits i intervallet 1,7–2,4 procent. Den genomsnittliga inflationstakten under dessa tolv månader har varit 2,0 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer vara 1,9–2,0 procent i årsgenomsnitt vart och ett av de kommande tre åren. Detta är i princip samma prognos som i februari. Min bedömning är att måluppfyllelsen är god!

Aprilmätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg i medeltal på 2,0 procent. De senaste 28 månaderna har medeltalet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Om man ser till medianen bland de svarande har femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under 30 månader.

Intrycket av att inflationsförväntningar nu är tillbaka på tvåprocentmålet förstärks om man ser till förväntningarna på två års sikt. I april låg dessa också på 2,0 procent. Om man ser tillbaka har tvåårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under de senaste 16 månaderna.

Slutligen låg ettårsförväntningarna i april för åttonde månaden i rad på 1,9 procent eller högre. Det är första gången detta sker under åtta månader sedan april-november 2011. Det är svårt att argumentera mot att inflationsförväntningarna nu är väl förankrade.

Jag övergår nu till att diskutera läget på arbetsmarknaden. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I mars 2018 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,6 procent. Det är faktiskt högre än samma månad ett år tidigare då andelen arbetslösa kassamedlemmar låg på 2,4 procent. Några tiondelar av 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.

För detta talar även utfallen för arbetslösheten så som Arbetsförmedlingen (Af) mäter den. Summan av inskrivna öppet arbetslösa och programdeltagare som andel av den registerbaserade arbetskraften var 7,2 procent i mars 2018. Detta kan jämföras med 7,7 procent samma månad ett år tidigare. Men det riktigt intressanta med Af:s statistik är att det går att jämföra utvecklingen för inrikes födda med den för utrikes födda. För inrikes födda var arbetslösheten 3,8 procent enligt Af:s statistik. Samma månad ett år tidigare var siffran 4,1 procent. Visserligen en nedgång men inte särskilt stor. För utrikes födda var motsvarande arbetslöshetstal 20,7 procent i mars 2018 och 22,2 procent i mars 2017. Min tolkning är att nedgången i arbetslösheten enligt Af framförallt handlar om en nedgång för utrikes födda. För inrikes födda däremot förstärks bilden att arbetslösheten har bottnat.

Men det officiella måttet på arbetslösheten i Sverige ges av Arbetskraftsundersökningarna (AKU). Samtidigt tycker jag att det är viktigt att ha de andra två måtten som bakgrund när man tolkar AKU. Enligt den senaste arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i mars på

6,5 procent (ej säsongrensad). Det är något lägre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 6,8 procent.

Arbetslösheten är dock enligt min mening fortfarande på en för hög nivå. Men idag handlar det snarast om att få ner arbetslösheten för utrikes födda. Och då handlar det primärt om arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker de arbetslösas humankapital och sänker kostnaderna för att anställa dem snarare än om allmän efterfrågepolitik.

Min bedömning av dagens situation är att den ökande efterfrågan på arbetskraft snarare leder till ökat arbetsutbud än till lägre arbetslöshet. Det är också vad AKU:s flödesstatistik visar och detta senast igår då siffrorna för första kvartalet 2018. Den springande punkten här är att det finns viktiga skillnader mellan minskad arbetslöshet och ökat arbetsutbud.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden. Den globala bilden är alltså god och blir allt bättre. Allt högre tillväxt och växande världshandel. I Sverige är resursutnyttjandet klart över det normala, tillväxten är hög. Hushåll och företag är mer optimistiska än normalt. Arbetsmarknaden är mycket stark. Men samtidigt verkar alltså arbetslösheten ha bottnat. Detta har viktiga konsekvenser för min syn på penningpolitiken. Om arbetslösheten inte längre kan minskas med allmän efterfrågepolitik bortfaller ett av argumenten för den grad av expansivitet i penningpolitiken som vi har idag.

Det faktum att arbetslösheten har bottnat har också implikationer för penningpolitikens fördelningseffekter. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till ökade tillgångsvärden, tillgångar som vi vet är ojämnt fördelade. Men detta har motverkats av att den expansiva penningpolitiken samtidigt har medverkat till att sänka arbetslösheten. Nu bortfaller denna motverkande effekt och därmed också ytterligare ett av argumenten för den grad av expansivitet i penningpolitiken som vi har idag. Den kraftiga försvagningen av kronans växelkurs har liknande effekter på fördelningen. I utkastet till penningpolitisk rapport finns också en prognos att vinstandelen i näringslivet kommer att öka under de kommande åren.

Inflationen har nu varit kring målet på 2 procent i utfall och förväntningar en längre tid. Detta är ytterligare ett argument, och det avgörande argumentet, för att det nu är dags att börja normalisera penningpolitiken. Att inflationen enstaka månader varierar några tiondelar hit eller dit kring 2 procents inflation kan inte få styra penningpolitiken.

Sammanfattningsvis anser jag därför 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:

Den internationella konjunkturen fortsätter att stärkas och internationell inflation stiger måttligt.

I Sverige är konjunkturläget alltså starkt och inflationen nära 2-procentsmålet. I stora drag gäller alltså samma makroläge som vid det förra penningpolitiska mötet.

Två saker förtjänar dock litet närmare kommentarer, dels växelkursförsvagningen, dels utvecklingen för det underliggande inflationstrycket, som varit svagare än väntat. Båda dessa omständigheter står för de viktigaste prognosrevideringarna denna gång.

Med början i växelkursen konstaterar jag att rörelserna på de finansiella marknaderna periodvis har varit stora. Det har i huvudsak handlat dels om allt mer divergerande penningpolitiska förväntningar mellan de ekonomiska blocken, dels om hur marknaderna ska prissätta växande oro för handelskrig. I denna miljö har kronan handlats volatilt och periodvis försvagats.

Som det beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport har kronan försvagats i kölvattnet av oväntat svag inflationsdata. Rimligt, eftersom ändrade förväntningar om framtida ränteskillnader mellan olika länder är en central förklaring för växelkursrörelser. Att kronan försvagades efter svaga inflationsutfall är därmed förståeligt eftersom marknaden räknar med att Riksbanken ska revidera prognosen för räntebanan till något fördröjda räntehöjningar. Men kronan förefaller ha försvagats mer än vad som är motiverat sett till ränteutvecklingen. Högre volatilitet på globala marknader kan drabba mindre, öppna, ekonomier som den svenska, särskilt när marknadsrörelser får näring av olika utspel om ökad protektionism, som skulle vara negativt för Sverige.

Kronan är inte det enda svenska tillgångslandet som har försvagats i värde. Börsutvecklingen, särskilt svenska bankaktier, har gått svagare än omvärldens motsvarigheter. Men viktigare är att räntemarginaler på marknaderna för företagsobligationer och säkerställda bostadsobligationer inte utvecklats på ett anmärkningsvärt sätt. Så, jag ser inte att kronförsvagningen kan förklaras av en ökad misstro mot den övergripande svenska makroekonomiska utvecklingen.

Tills vidare är därför den bästa prognosen att en betydande del av kronförsvagningen sedan februari mötet är tillfällig, och att kronan kommer att stärkas igen. Eftersom kronan antas stärkas igen under prognosperioden antas inflationseffekterna därför bli måttliga.

De inkomna inflationsutfallen sedan förra mötet bekräftade att inflationstrycket fortfarande är ganska svagt i förhållande till den starka ekonomiska utvecklingen. Exklusive energi väntas KPIF-inflationen ligga runt 1,5 procent resten av året.

Även andra mått på underliggande inflation, som beskrivs i rapportens kapitel 3, har vänt ned igen.

När det gäller den penningpolitiska avvägningen vill jag koppla tillbaka till mitt inlägg vid det förra mötet i februari. Då hade direktionen gjort nedrevideringar av inflationsprognosen i en sådan omfattning att jag hade övervägt att förorda en förändrad reporäntebana, i riktning mot senarelagda räntehöjningar. Att jag ändå ställde mig bakom en oförändrad reporäntebana i

februari berodde på att den prognostiserade inflationen enligt min mening då var tillräckligt nära 2-procentsmålet. Att inflationsutfallen återigen varit på den låga sidan i förhållande till prognos stärker enligt min uppfattning att man inte behöver vara alltför snabb att påbörja räntehöjningar. Att göra en viss framflyttning av tidpunkten, så som det kommer till uttryck i den reviderade räntebanan, framstår därför som rimligt.

Jag ställer mig alltså bakom prognoser och förslag till penningpolitik som det beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Givet att nuvarande bedömningar av den ekonomiska utvecklingen håller ser jag det därför som sannolikt att jag kommer stödja en räntehöjning vid något av mötena i oktober eller december.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag skulle vilja diskutera Henry Ohlssons inlägg, där fördelningspolitiska argument används för att motivera en högre reporänta.

Fördelningseffekter av penningpolitiken, både avseende styrränteförändringar och obligationsköpsprogram, är ett ämne som diskuteras en del. Dels effekterna i sig, dels om penningpolitiken ska väga in fördelningseffekter vid beslut.

Min utgångspunkt är att en låg och stabil inflation medverkar till att jämna ut konjunkturfuktuationer, vilket är särskilt bra för de med låga löner eftersom dessa jobb också tenderar att vara mer konjunktur känsliga än jobb med högre löner.

Låginkomsttagare tenderar också att ha sämre möjligheter än andra inkomstgrupper att skydda sig mot volatil inflation eftersom de ofta har färre tillgångar, som annars kan jämna ut konsumtionsmöjligheter över tiden.

När det gäller tillgångspriser är utgångspunkten att dessa varierar med konjunkturcykeln, och enkelt uttryckt gynnas av mer expansiv penningpolitik och missgynnas av mer åtstramande penningpolitik. Sett över en konjunkturcykel bör värderörelserna alltså ta ut varandra. Ett problem är emellertid att globalt sjunkande realräntor har medfört att centralbankers politik varit expansiv under många år, men det är en omständighet som penningpolitiken inte kan lösa.

Sammantaget tyder den internationella forskning som hittills gjorts på detta område att fördelningseffekterna från expansiv politik totalt sett inte är negativa. Stigande tillgångspriser har gynnat vissa grupper, medan fler i arbete varit viktig för inkomstutjämnningen.

Är då fördelningsargument bra för att stödja en viss penningpolitik? Fördelningspolitiska effekter finns mig veterligen inte med i vare sig mandatet eller i beslutsunderlagen hos någon av de andra

centralbankerna vars penningpolitiska regimer liknar den svenska. Inte heller förekommer dessa aspekter i Riksbankslagen.

Så här långt är min bedömning att penningpolitiken är mindre lämplig att ta fördelningshänsyn. Det finns bättre politikområden, nämligen skatter och transfereringar, som har större precisionsförmåga om den politiska majoriteten vill ändra omfördelningen. Att jag är skeptisk till att använda fördelningsargument i penningpolitiken ska dock inte uppfattas som ett inlägg om fördelningspolitik som sådant.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

För penningpolitiken är prisstabilitetsmålet överordnat och min bedömning är att vi nu befinner oss vid det målet. Därför är det i dagsläget relevant att fundera över andra målvariabler som exempelvis fördelningseffekterna av den förda penningpolitiken. Jag höll 2017 ett tal om detta.³ Den expansiva penningpolitiken stimulerar utvecklingen av tillgångspriser vilket i sig leder till mer ojämn inkomst- och förmögenhetsfördelning men detta motverkas av fördelningseffekterna av en lägre arbetslöshet. Detta är också något som den tyska centralbanken (Deutsche Bundesbank) påpekar i en analys från 2016.⁴ Nu bortfaller den motverkande effekten då arbetslösheten enligt min bedömning inte kan sänkas ytterligare med hjälp av penningpolitiken. Därmed finns det inte längre något fördelningspolitiskt argument att hålla kvar vid den låga styrräntan.

I utkastet till penningpolitisk rapport finns ett diagram som visar att vinstandelen i ekonomin förutses öka de närmaste åren.⁵ Fördelningen mellan vinstandel och löneandel i ekonomin brukar betecknas som den funktionella inkomstfördelningen. Jag tror att prognosen att vinstandelen förväntas öka de kommande åren har stora möjligheter att uppmärksammas i den ekonomiskpolitiska debatten.

§4. 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.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förordade en höjning av reporäntan

³ "Penningpolitikens fördelningseffekter", Sveriges riksbank (2017).

⁴ "Distributional Effects of Monetary Policy", Deutsche Bundesbank, Monthly Report, September 2016.

⁵ Se diagram 4:16 på sidan 29.

till -0,25 procent med hänvisning till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt.

§5. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 4 med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 26 april 2018 kl. 9:30
- att publicera protokollet från dagens sammanträde tisdagen den 8 maj 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
www.riksbank.se