



Penningpolitiskt protokoll

september 2018

Rättelse 17 september 2018

S 18.

I tidigare version stod felaktigt ...(så som styrräntan i nuläget -0,25 procent)...

Detta har korrigerats till ... (så som styrräntan i nuläget -0,50 procent)...

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 5 september 2018 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent. Prognosen för reporäntan indikerar att räntan hålls oförändrad även vid det penningpolitiska mötet i oktober och därefter höjs med 0,25 procentenheter, antingen i december eller i februari.

En majoritet i direktionen ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Den globala konjturen är fortsatt gynnsam och svensk ekonomi har under en längre tid utvecklats starkt. Inflationen är nära målet på 2 procent. På sikt är prognoserna i princip oförändrade. Flera ledamöter betonade osäkerheten kring utvecklingen i omvärlden, bland annat till följd av tecken på tilltagande handelsrestriktioner.

Att inflationen är nära 2 procent beror till stor del på snabbt stigande energipriser. Olika mått på underliggande inflation tyder på att inflationstrycket är fortsatt måttligt. Flera ledamöter lyfte de frågetecken som detta innebär för inflationsutvecklingen när bidraget från energipriserna klingar av framöver. Man konstaterade att en förutsättning för att inflationen ska förbli nära 2 procent är att penningpolitiken är fortsatt expansiv.

Mot denna bakgrund ansåg en majoritet i direktionen att det var lämpligt att nu lämna reporäntan oförändrad. Man betonade samtidigt att det finns goda förutsättningar för att inflationstrycket ska stiga; konjturen är fortsatt stark i Sverige och omvärlden och inflationsförväntningarna är vid 2 procent. Om ekonomin utvecklas som väntat finns det därmed snart utrymme att långsamt minska stödet från penningpolitiken. Reporäntebanan indikerar att räntan hålls oförändrad även vid det penningpolitiska mötet i oktober och därefter höjs antingen i december eller i februari. Direktionen var tydlig med att det är lämpligt att höjningarna, när de väl sker, görs i steg om 0,25 procentenheter. Det poängterades att det är viktigt att gå försiktigt fram när man minskar stödet från penningpolitiken. Ett par ledamöter påminde om de strukturella problem som finns på den svenska bostadsmarknaden och de risker som detta innebär för den ekonomiska utvecklingen i Sverige.

Martin Flodén reserverade sig mot reporäntebanan. Han förespråkade en räntebana som indikerar att det är troligt att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska mötet i oktober men som sammanfaller med reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport från och med tredje kvartalet 2019. Han menade att kommunikationen av en sådan räntebana skulle medföra en tillräcklig åtstramning av penningpolitiken idag. Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport. 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 4

DATUM: 2018-09-05

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, fullmäktiges ordförande
Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Mattias Ankarhem
Meredith Beechey Österholm
Vesna Corbo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Anders Gånge
Jesper Hansson
Jens Iversen
Kristian Jönsson
Maria Kindborg
Sofia Kåhre
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3A)
Henrik Siverbo
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Fredrik Wallin (§ 1-3A)
Anders Vredin

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Henrik Siverbo 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 juli har utvecklingen präglats av motståndskraftiga marknader i utvecklade ekonomier medan tillgångar och valutor i framväxande ekonomier tyngts av handelskonflikter, sanktioner och en stark amerikansk dollar. Länder med stora bytesbalansunderskott, däribland Turkiet och Argentina, är särskilt sårbara. Råvarupriserna har också pressats, dels på grund av en starkare amerikansk dollar, dels på grund av oro för konsekvenserna av handelskonflikten mellan USA och Kina. Obligationsräntor i Sverige och Tyskland har följt utvecklingen i USA där räntenivån inte förändrats nämnvärt sedan det penningpolitiska mötet i juli. Inte heller den penningpolitiska förväntningsbilden i omvärlden har förändrats nämnvärt – trots handelsoro, utvecklingen i framväxande ekonomier och oro för utvecklingen av de offentliga finanserna i Italien.

Inför dagens penningpolitiska beslut förväntas att reporäntan lämnas oförändrad men en majoritet av marknadsaktörer tror att reporäntebanan kommer att justeras ned. Under augusti månad har det skett en snabb försvagning av den svenska kronan mot euron. Utvecklingen är svårtolkad men kan kopplas till svagare utfall för underliggande inflation jämfört med prognosen i juli. Osäkerhet kring utgången i riksdagsvalet och den internationella utvecklingen kan också ha haft betydelse.

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 20, 21 och 27 augusti. På ett möte med direktionen den 29 augusti diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Tre frågor har diskuterats särskilt ingående i beredningen. Den första handlar om osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i omvärlden. Det har skett en upptrappning av konflikten om handelsrestriktioner mellan USA och framförallt Kina och det råder fortsatt osäkerhet i Italien om huruvida den nya regeringens kommande budgetförslag blir förenligt med EU:s budgetramverk. Dessutom sviktar marknadens förtroende för den ekonomiska utvecklingen i bland annat Turkiet och Argentina. Den andra frågan rör försvagningen av kronans växelkurs. Det är inte lätt att veta vad som har drivit försvagningen den senaste månaden, men sannolikt är det en kombination av många faktorer som oron i omvärlden och svag underliggande inflation i Sverige. Bedömningen är att kronan kommer att stärkas men att det tar lite längre tid än tidigare väntat. Den tredje frågan

rör inflationstrycket i Sverige. Olika mått på den underliggande inflationen har fortsatt uppvisa en förhållandevis svag utveckling och prognosen för löneökningstakten är nedreviderad i år och nästa år trots oförändrat högt resursutnyttjande på arbetsmarknaden.

Hansson gick vidare till att diskutera hur ny information som tillkommit sedan det penningpolitiska mötet i juli har påverkat konjunktur- och inflationsutsikterna i omvärlden och i Sverige. BNP-tillväxten i omvärlden bromsar in i linje med prognosen från juli, men BNP växer fortfarande i sådan takt att resursutnyttjandet stiger. Trots goda konjunkturutsikter är inflationstrycket förhållandevis lågt och de flesta mått på underliggande inflation stiger endast långsamt. Den totala inflationen i omvärlden är betydligt högre, vilket till största del förklaras av tidigare uppgång i oljepriset. Det har varit mycket små rörelser i förväntningarna på framtida styrräntor. Prognosen för den sammanvägda styrräntan i omvärlden är därför i princip oförändrad.

I Sverige är konjunkturen fortsatt stark och inflationen är nära målet på 2 procent. BNP växte överraskande starkt under det andra kvartalet men det förklaras delvis av tillfälligheter, varför tillväxten för det tredje kvartalet revideras ned något. Konfidensindikatorer tyder dock på fortsatt högre tillväxt än normalt de kommande kvartalen. I det nya prognosförslaget är tillväxten för i år uppreviderad till 2,9 procent. Samtidigt pekar de flesta indikatorer på fortsatt god efterfrågan på arbetskraft, men matchningsproblem på arbetsmarknaden gör att arbetslösheten inte väntas sjunka ytterligare.

Det senaste inflationsutfallet var något högre än i föregående prognos och inflationstakten mätt med KPIF var 2,2 procent i juli. Högre energipriser och en svagare växelkurs än väntat har bidragit till att inflationsprognosen revideras upp det kommande året. Därefter är prognosen ungefär oförändrad nära 2 procent. Denna prognos bygger på antagandet att kostnadstrycket i Sverige stiger långsamt under de kommande åren. Löneökningstakten väntas stiga gradvis från 2,6 procent i år till 3,4 procent år 2020. Kronans växelkurs har utvecklats svagare än väntat men under prognosperioden väntas en successiv förstärkning av växelkursen, något som dämpar inflationen på längre sikt.

Hansson framhöll avslutningsvis att det redovisade prognosförslaget bygger på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på -0,50 procent och att den höjs med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska mötet antingen i december 2018 eller i februari 2019. Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av augusti till drygt 330 miljarder kronor i nominellt belopp. Prognosen är att förfall och kupongbetalningar återinvesteras tillsvidare enligt beslutet i december 2017.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Utvecklingen efter det penningpolitiska mötet i juli har huvudsakligen varit i linje med vår prognos. Detta gäller särskilt den internationella utvecklingen, där konjunkturen har fortsatt att stärkas samtidigt som det fortsatt finns dels tecken på tilltagande handelshinder, dels påtagliga risker förknippade med utvecklingen i enskilda länder.

Inför det penningpolitiska mötet i juli hade inflationen i Sverige blivit överraskande hög samtidigt som indikatorer på det framtida inflationstrycket hade utvecklats överraskande svagt. Även växelkursen hade utvecklats överraskande svagt. De här tendenserna har nu upprepats.

Energipriserna har stigit överraskande snabbt, vilket har bidragit till att KPIF-inflationen kommit in i linje med prognos trots att den underliggande inflationen och löneökningarna har blivit lite lägre än väntat. Och kronan har blivit betydligt svagare än prognosen i juli.

Liksom vid det penningpolitiska mötet i juli menar jag att den här utvecklingen gör att förutsättningarna att nu ta ett steg mot en något mindre expansiv penningpolitik är goda. Visserligen kvarstår många frågetecken kring inflationstrycket på sikt, men under de senaste åren har förtroendet för inflationsmålet stärkts i takt med att inflationen har stigit och nu under en tid legat nära målet. Detta i kombination med att inflationen under det kommande året väntas hållas uppe av höga energipriser och en svag krona gör att jag bedömer att riskerna med en lite stramare penningpolitik i närtid är begränsade.

Mina argument för en lite stramare penningpolitik i närtid än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport är desamma som de jag angav vid det förra penningpolitiska mötet. För det första uppfattas penningpolitiken med minusränta som okonventionell. Jag tror att det är bra att vi börjar röra oss mot en lite mer normal penningpolitik så snart det kan göras utan att förtroendet för inflationsmålet riskerar att återigen försvagas. Det skulle förbättra förståelsen för vår långsiktiga penningpolitiska strategi.

För det andra har vår prognos för tidpunkten för den första höjningen av reporäntan upprepade gånger skjutits på framtiden. På marknaden finns förväntningar om att vi kommer att fortsätta att skjuta den här tidpunkten framåt. Penningpolitiken har på så sätt blivit mer expansiv än vi har avsett. Jag tror att det är viktigt att vi visar att räntan faktiskt kommer att höjas i närtid, men att vi samtidigt är tydliga med att en första räntehöjning inte behöver betyda snabba räntehöjningar därefter.

För det tredje har kronan fortsatt att försvagas från nivåer som vi bedömer är svagare än den långsiktiga jämviktskursen. Den försvagade växelkursen bidrar till att hålla uppe inflationen i närtid. En sådan kortsiktig inflationsimpuls kan vara viktig i ett läge där inflationen är för låg och förtroendet för inflationsmålet hotat. Min bedömning är att vi nu har en ganska betryggande

marginal till ett sådant läge. Frågetecknen kring inflationen handlar nu främst om hur den utvecklas på längre sikt när bidraget från energipriserna klingar av. Enligt våra bedömningar medför den svagare växelkursen idag en kraftigare förstärkning av kronan framöver, och därmed en större nedåtpress på inflationen på längre sikt. I ljuset av detta ser jag inga större problem med en penningpolitik som medför att kronan blir lite starkare i närtid. Möjligen kan en sådan penningpolitik i stället bidra till att minska växelkursens nedåtpress på inflationen på längre sikt.

Vid det förra penningpolitiska mötet förespråkade jag en reporäntebana som skulle indikera en första räntehöjning med 0,25 procentenheter antingen vid mötet idag eller vid det kommande penningpolitiska mötet i oktober.

På många sätt tycker jag att förutsättningarna för en räntehöjning idag är goda. Men såväl analyser i olika marknadsbrev som prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar att en första räntehöjning väntas komma tidigast i december och att marknaden ser en betydande sannolikhet för att den kommer ännu senare. Det är därför inte osannolikt att marknaden skulle överreagera på en räntehöjning idag. Jag förespråkar i stället en reporäntebana som indikerar att räntan med stor sannolikhet kommer att höjas vid mötet i oktober. Mot bakgrund av marknadens nuvarande förväntningar skulle även en sådan reporäntebana, om den kommuniceras trovärdigt, medföra att penningpolitiken omedelbart blir mindre expansiv. Jag bedömer att en åtstramning av den storleken är tillräcklig idag.

Som jag redan har nämnt ser jag fortsatta frågetecken kring styrkan i inflationsuppgången när effekterna av de stigande energipriserna och den försvagade kronan klingar av. Jag bedömer därför, precis som förslaget till reporäntebana indikerar, att räntehöjningarna på längre sikt behöver bli långsamma. Om vi de kommande månaderna får indikationer på att inflationstrycket blir ännu svagare skulle jag inte nödvändigtvis se det som ett skäl att skjuta på tidpunkten för den första räntehöjningen. Det skulle snarare tyda på att penningpolitiken behöver gå ännu långsammare fram när räntan höjs därefter.

Sammanfattningsvis ställer jag mig bakom förslaget till beslut att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Däremot ställer jag mig inte bakom förslaget till reporäntebana. Jag förespråkar en reporäntebana som indikerar att det är troligt att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter i oktober i år men som sammanfaller med reporäntebanan 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 prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Betingat på den penningpolitik jag förespråkar bedömer jag att växelkursen skulle bli starkare i närtid och att inflationen skulle bli något lägre det kommande året, men att prognoskillnaderna i övrigt skulle bli små.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har två nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Det senaste inflationsutfallet, som avsåg juli, rapporterade en KPIF-inflation strax över 2,2 procent. Det var en tiondel av en procentenhet högre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Rensat för energipriser var utfallet just under 1,3 procent. Och det var i sin tur drygt en tiondel av en procentenhet lägre än väntat.

Benägenheten för KPIF-inflationen att överraska på uppsidan samtidigt som inflationen exklusive energipriser utvecklas oväntat svagt håller alltså i sig. För det senare måttet har vi nu under innevarande år överskattat utfallet för sex av totalt sju månader. Inte heller när det gäller tjänsteprisutvecklingen kan än så länge någon ljusning skönjas. För juni kunde visserligen en viss stabilisering av prisökningstakten noteras men juliutfallet bjöd dessvärre på en ny nedgång, till låga 1,6 procent. Med undantag för mars och juni har ökningstakten för tjänstepriserna därmed varit fallande för samtliga månader sedan augusti i fjol. En annan negativ nyhet är att den underliggande tjänsteprisinflationen fortsätter att minska snabbt, för att i både juni och juli för första gången sedan förra sommaren understiga ökningstakten i de totala tjänstepriserna.¹ Att så sker är överhuvudtaget ovanligt och har, förutom nu i juni och juli, bara inträffat vid två tillfällen sedan januari 2010.

Att det finns frågetecken kring styrkan i den mer underliggande inflationen framgår inte bara av KPIF-inflationen rensad för energipriser och trenderna i tjänsteprisutvecklingen. Riksbanken beräknar regelbundet ett stort antal mått på underliggande inflation som i stort sett samstämmigt indikerar att den trendmässiga inflationen har fallit under hösten ifjol och hittills i år. Medianen för de olika måtten är något lägre än vid vårt förra penningpolitiska möte och uppgick till cirka 1,6 procent i både juni och juli.²

Varken KPIF-inflationen exklusive energipriser eller något annat mått på underliggande inflation är målvariabel för penningpolitiken. Men den här typen av mått på den trendmässiga inflationsutvecklingen ger ofta en bra fingervisning om vart inflationen är på väg på lite sikt. Att nästan alla dessa mått sedan en tid tillbaka uppvisar en negativ trend och nu ligger en bra bit under 2 procent förmedlar att det finns en risk för att KPIF-inflationen framöver inte utan vidare kommer att förbli nära inflationsmålet när ökningstakten i energipriserna dämpas. Ett nödvändigt villkor för att Riksbanken ska klara av att vända den negativa inflationstrenden och på så vis hålla kvar inflationen kring målet är att tjänsteprisutvecklingen fortsättningsvis tydligt tilltar i styrka.

Ett positivt inslag i inflationsbilden är däremot att svaghetstecknen i den underliggande inflationen hittills inte har smittat av sig på inflationsförväntningarna. Prospera har inför detta

¹ Detta avser tjänsteprisinflationen exklusive hyror, utrikes resor, teletjänster och fastighetsskatt samt rensad för effekter av skatteförändringar (till exempel ROT).

² KPIF-inflationen exklusive energipriser har uteslutits i medianberäkningen.

penningpolitiska möte visserligen inte publicerat något nytt utfall för arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar, som jag menar är särskilt viktiga att följa för Riksbanken. Men de nya undersökningarna för penningmarknadens aktörer i juli och augusti tyder på fortsatt välförankrade förväntningar mycket nära 2 procent för samtliga tidshorisonter. Det som återstår är nu att detta också på ett lite mer djupgående sätt återspeglas i pris- och lönebildningen. Även detta uppfattar jag som ett nödvändigt villkor för att det framöver ska gå att stabilisera inflationen nära inflationsmålet.

I utkastet till penningpolitisk rapport föreslås en viss nedrevidering av prognosen för KPIF-inflationen exklusive energipriser fram till sommaren nästa år. Revideringen, som är i storleksordningen 0,1 till 0,2 procentenheter per månad, kommer dels från de fortsatt oväntat svaga utfallen, dels från en något nedjusterad prognos för löneutvecklingen. Kronans växelkurs är svagare än i bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli men detta kan inte förhindra att den trendmässiga inflationsuppgången nu sker lite långsammare, med en KPIF-inflation exklusive energipriser nu nära 2 procent från och med våren nästa år istället för årsskiftet.

Trots den något svagare utvecklingen av den mer underliggande inflationstakten är prognosen för KPIF-inflationen uppjusterad i det kortare tidsperspektivet. Det hänger samman med att energipriserna nu väntas vara högre än tidigare under resten av innevarande år och en bit in på nästa år. Den nya bedömningen, som är mellan en till tre tiondelar av en procentenhet högre per månad, innebär precis som i julirapporten att KPIF-inflationen har en topp i januari nästa år, men nu på knappt 2,7 procent istället för 2,5 procent. Från mitten av 2019 är dock prognosen för KPIF-inflationen under några månader istället nedreviderad och en bit under 2 procent, då ökningstakten i energipriserna dämpas ganska rejält och mer än tidigare beräknat. Därefter stiger KPIF-inflationen igen och håller sig hyggligt nära inflationsmålet under resten av prognosperioden.

Utvecklingen av KPIF-inflationen väntas således kännetecknas av ganska tvära kast och innebära att inflationen under en period klart överstiger den målsatta nivån på 2 procent. Men man måste hålla i minnet att detta är ett resultat av kraftigt varierande energipriser, bland annat till följd av den ovanligt varma och torra sommaren.

Den aktuella inflationsbilden och de revideringar av utsikterna för inflationen exklusive energipriser som nu föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport understryker att det kommer att bli långt ifrån enkelt att klara inflationsmålet framöver. Men argumenten för att situationen framåt ska förbättras, ungefär i linje med den bild som tecknas i rapportutkastet, upplever jag ändå som i grunden starka.

Det handlar om en svensk ekonomi som redan under ett antal år har uppvisat en ovanligt snabb tillväxt och som har goda förutsättningar att fortsätta att utvecklas väl under kommande år. Löneutvecklingen är visserligen fortfarande dämpad men att lönerna i det rådande och förväntade ekonomiska läget fortsatt bara ska öka med lite mer än 2 procent uppfattar jag

varken som rimligt eller troligt. Att inflationsförväntningarna är väl förankrade kring 2 procent, på både kort och lång sikt, är ett starkt argument för en högre löneökningstakt. Till bilden hör också att flera mer kortsiktiga indikatorer, till exempel företagens prisplaner enligt Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer och olika prisindex för producentpriser, talar för att inflationstrycket snart ska öka.

Och det handlar också om att allt fler viktiga länder i vår omvärld får bättre förutsättningar för ett högre inflationstryck, särskilt inom euroområdet. Även här kan noteras en del positiva signaler vad gäller löneökningarna framöver, bland annat i Tyskland. Om inflationstrycket i vår omvärld stiger ökar förstås också sannolikheten för att det ska göra det här i Sverige.

De i grunden alltså goda förutsättningarna för en inflation i linje med målet talar för att nu inte göra några större förändringar i den penningpolitiska planen. Att det fortsätter att finnas frågetecken kring styrkan i den mer underliggande inflationstakten, som nu också lett till att det i utkastet till penningpolitisk rapport föreslås en nedskrivning av prognosen för KPIF-inflationen exklusive energipriser det närmaste året, gör dock att jag delar synen i rapportutkastet att det är lämpligt att marginellt senarelägga den första räntehöjningen. För detta talar också att vi måste manövrera oss igenom en riskfylld och komplex omvärld. Flera risker i omvärlden har karaktären av att vara "game changers", till exempel om den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina eskalerar eller sprider sig till andra länder, eller om eurosamarbetet kommer rejält i gungning till följd av hållbarhetsproblem med de offentliga finanserna i Italien. En något senarelagd ränteuppgång i Sverige kan naturligtvis inte minska dessa risker men det finns ett värde i att köpa sig tid och gå försiktigt fram, särskilt för en liten öppen exporttung ekonomi som den svenska. Då minskar risken för att vi ska behöva reversera en alltför tidig höjning av reporäntan och vi kommer samtidigt lite närmare tidpunkten för när ECB kommer att inleda sin penningpolitiska normalisering, vilket bör göra det mindre troligt att kronan apprecierar mycket och snabbt.

Jag ställer mig alltså bakom både penningpolitiken och prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Den nya något lägre reporäntebanan innebär att det nu ungefär är lika sannolikt att den första räntehöjningen kan genomföras mot slutet av det här året som att det blir under inledningen av nästa år. Den är därmed i linje med de lägre räntebanor jag har resonerat om på våra tidigare möten under året.

Jag vill avsluta med att påpeka att det som vanligt är viktigt att notera att vår plan för penningpolitiken är betingad på den prognos för makroekonomin som vi gör. I det här läget är det av särskilt stor betydelse att inflationen exklusive energipriser framöver utvecklas ungefär som vi tror. Om så inte sker måste det finnas beredskap att anpassa penningpolitiken för att inflationen ska hålla sig nära inflationsmålet på 2 procent. Men om prognosen i stort slår in har jag nu siktet helt inställt på att den första höjningen av reporäntan ska kunna ske i antingen december eller februari.

Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Jag ställer mig bakom de bedömningar som finns i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer också förslaget att behålla reporäntan på -0,5 procent och att marginellt revidera ned reporäntebanan så att långsamma höjningar inleds antingen i december eller i februari.

Överlag är min syn på svensk ekonomi och inflationsutsikterna inte nämnvärt annorlunda jämfört med det penningpolitiska mötet i juli. Enligt vår prognos kommer penningpolitiken att vara fortsatt expansiv, och om våra prognoser stämmer så närmar vi oss tidpunkten för en första höjning av reporäntan. De faktorer som fortsatt skulle kunna kullkasta våra prognoser är dels de risker i omvärlden som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport, dels risken för att den underliggande inflationen i Sverige inte stiger i den takt vi räknar med.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden ser fortsatt bra ut. Tillväxten i USA är något starkare än vi räknat med, vilket är positivt för den globala tillväxten. I euroområdet har BNP-utvecklingen varit något mer dämpad. Enligt vår prognos har tillväxttakten i omvärlden, mätt i KIX-termer, passerat toppen, även om vi ser framför oss en fortsatt relativt god tillväxt de kommande åren. Inflationen är nu nära 2 procent i många länder, men liksom i Sverige är den underliggande inflationen lägre eftersom energipriserna förklarar en betydande del av inflationsuppgången. Av de omvärldsrisker vi lyfter fram i utkastet till penningpolitisk rapport är det framför allt diskussionerna om handelshinder som oroar mig. Även om det än så länge inte syns några stora effekter på världshandeln och tillväxten i omvärlden menar jag att de pågående diskussionerna dels skapar osäkerhet bland ekonomins aktörer om vilka spelregler som gäller, dels i förlängningen riskerar att skada förtroendet för det politiska systemet. På så vis kan diskussionerna långsiktigt leda till tydligt negativa effekter på handeln och investeringarna.

I dagsläget verkar inte riskerna i omvärlden påverka den ekonomiska aktiviteten i Sverige i någon större utsträckning. Konjunkturinstitutets senaste barometerindikator pekar istället på ett betydligt starkare stämningsläge än normalt. Intressant att notera är att barometern är mycket stark för tillverkningsindustrin. Den enda sektor som visade svagare signaler i augusti jämfört med juli var tjänstesektorn. Jag noterar också att anställningsplanerna i barometern tyder på en fortsatt stark sysselsättningsutveckling i närtid.

Den positiva bilden bekräftas också av starka tillväxtsiffror för första halvåret, även om andra kvartalets nationalräkenskaper än så länge är preliminära. Resursutnyttjandet i Sverige är fortsatt på en mycket hög nivå. Inbromsningen på bostadsmarknaden kommer enligt vår prognos inte synas tydligt i bostadsinvesteringarna förrän under 2019.

Utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden är en viktig faktor för hur väl svensk ekonomi kommer att utvecklas framöver. Jag menar att de prisjusteringar som skett i vissa bostadssegment och den inbromsning som skett av byggandet av exklusiva bostadsrätter så här långt har bidragit till en sundare marknad. Enligt bedömningen i utkastet till penningpolitisk

rapport är också bostadspriserna i Sverige som helhet inne i en stabiliseringsfas. Men den bedömningen är förknippad med stor osäkerhet.

Om de svenska bostadspriserna skulle falla kraftigt framöver kan de negativa effekterna på den svenska ekonomin bli betydande. Kopplingen mellan bostadsmarknaden, hushållens höga skuldsättning och bankernas finansiering av säkerställda obligationer i utländsk valuta gör riskerna särskilt stora. Som vi har tagit upp i tidigare rapporter krävs åtgärder inom flera politikområden för att långsiktigt hantera de strukturella problemen på bostadsmarknaden och hushållens höga skuldsättning.

Mitt fokus kommer nu att riktas på den svenska inflationen. Mätt med KPIF har den under en längre tid legat nära 2 procent, och enligt de senaste utfallen har den till och med varit något över 2 procent. Det är därför inte orimligt att fråga sig varför inte förslaget till penningpolitiskt beslut är att höja reporäntan redan nu. Ett viktigt argument från min sida är att fortsatt värna förtroendet för inflationsmålpolitiken; mot bakgrund av att inflationen under lång tid legat under målet är det viktigt att vi inte startar höjningarna av reporäntan för tidigt. Ytterligare ett argument är att det finns en fortsatt osäkerhet kring styrkan i den underliggande inflationen. Ett tredje argument är att vi också behöver förhålla oss till vad andra centralbanker gör – jag tänker här främst på den Europeiska centralbankens mycket expansiva penningpolitik i euroområdet.

Vid det förra penningpolitiska mötet pekade jag på att ökningstakten i tjänstepriserna sjunkit, vilket oroade mig eftersom dessa priser är en viktig komponent i KPIF. Min oro kvarstår eftersom tjänstepriserna fortsatt att utvecklas svagt i juni och juli. Som vi redovisar i utkastet till penningpolitisk rapport förklaras omkring en procentenhet av ökningen i KPIF i juli av stigande energipriser. När dessa prisökningar faller ur så måste prisökningarna på andra varor och tjänster tillta för att inflationen inte ska bli alltför låg. En berättigad fråga är då förstas varifrån dessa tilltagande prisökningar väntas komma. En viktig faktor är löneutvecklingen. Vi har successivt reviderat ner våra löneprognoser mot bakgrund av överraskande låga utfall. Den statistik som kom så sent som förra veckan från Medlingsinstitutet visar att lönerna första halvåret i år i stort sett ökade i samma takt som under helåret 2017. Jag menar att det trots allt finns flera faktorer som talar för en stigande löneökningstakt framöver. Det höga resursutnyttjandet och bristen på arbetskraft i flera sektorer i Sverige är en sådan faktor, och tecknen på stigande löneökningstakt i omvärlden, exempelvis Tyskland, är en annan.

Sammantaget tycker jag att vår prognos över lönetillväxten 2018 och 2019 verkar rimlig och styrker bedömningen att den underliggande inflationen kommer att stiga. På så vis kommer KPIF-inflationen att kunna ligga kvar kring 2 procent de kommande åren även då dagens höga energiprisökningar faller ur.

En annan viktig faktor i inflationsbedömningen är den svaga kronan och dess effekt på importpriserna. Det verkar rimligt att tro att den svaga krona vi observerat kommer leda till en högre underliggande inflation under hösten 2018. Enligt vår prognos förstärks kronan gradvis

framöver, vilket istället kommer verka dämpande på importprisökningarna och inflationen. För att inflationen ska hållas kring målet är det viktigt att kronförstärkningen sker just gradvis, och det är därför vi måste förhålla oss till penningpolitiken i omvärlden.

Som jag nämnde inledningsvis har våra bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i Sverige inte ändrats på något fundamentalt sätt under 2018. Om utvecklingen fortsätter på den väg vi nu presenterat i utkastet till penningpolitisk rapport är det rimligt att förbereda oss för en första reporäntehöjning i december eller februari, vilket alltså innebär en liten förskjutning framåt i tiden jämfört med bedömningen i juli.

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Penningpolitiken befinner sig i ett vägskäl. Vi har en historia med sex år där inflationsmålet inte nåddes och där inflationsförväntningarna tappat sin förankring till målet. Sedan drygt ett år tillbaka är inflationen emellertid återförd till målet och förväntningarna likaså. Men måluppfyllelsen har tagit längre tid att uppnå och krävt mer penningpolitisk expansion än väntat. Vid det här vägskälet som vi nu befinner oss vid gäller det att inte agera för snabbt med räntehöjningar och riskera att förkorta den ekonomiska expansionen. Det gäller också att inte ha för bråttom med räntehöjningar eftersom en eventuell inflationsnedgång blir svårare att hantera än tidigare med tanke på de nuvarande historiskt låga räntenivåerna. Men det gäller att inte heller agera för sent eller för långsamt och riskera en överhettning.

Jag har vid de penningpolitiska mötena i april och juli stått bakom den reporäntebana som det då fanns majoritet för och uttryckt mig redo att stödja en första räntehöjning förenlig med den. Med den reporäntebanan som utgångspunkt skulle det i så fall aktualisera höjning vid något av mötena i oktober eller december. Men den ståndpunkten från min sida har varit betingad på att den dåvarande bedömningen av den ekonomiska utvecklingen skulle stå sig. Den ekonomiska utvecklingen beskrivs utförligt i utkastet till penningpolitisk rapport, som jag ställer mig bakom, men inför mitt penningpolitiska ställningstagande idag vill jag därutöver säga några ord dels om inflationsutsikterna, dels om lämpliga storlekar på kommande räntehöjningar och dels om växelkursens betydelse för penningpolitiken i närtid.

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har å ena sidan målvariabeln KPIF reviderats upp något vilket talar för att det snart finns utrymme för höjning av reporäntan. Men å andra sidan har mått på underliggande inflation, som säger något om möjligheten att hålla kvar inflationen vid målet, reviderats ned något. Sett till en mängd mått för underliggande inflation, som beskrivs i diagram 3:3 i utkastet till penningpolitisk rapport, har medianen för dessa olika mått legat kring 1,5 procent hela året. Det behöver uppmärksammas att en övertygande trend uppåt för underliggande inflation inte kan observeras.

Hur stor roll spelar då den underliggande inflationen med tanke på att målvariabeln KPIF ligger vid 2 procent? För min egen del avtar med tiden betydelsen av att måtten för underliggande

inflation ligger lite i underkant. Med förankrade inflationsförväntningar finns det framöver goda förutsättningar att inflationen ändå förblir nära 2 procent. Jag hade därför gärna sett en oförändrad reporäntebana vid dagens möte, men vid en samlad bedömning tycker jag inte att föreslagna justeringen av reporäntebanan är tillräckligt stor för att idag motivera en reservation.

I utkastet till penningpolitisk rapport har direktionen preciserat att räntehöjningar, när de sker, kommer att göras i steg om 25 räntepunkter. Det är beprövat inom svensk penningpolitik och därför att föredra framför andra storlekar. Att direktionen ändrade reporäntan i mindre steg under 2015 och 2016, hängde samman med att det då var rimligt att pröva sig fram, när transmissionsmekanismens effekter från minusräntan fortfarande var obekanta. När vi så småningom flyttar reporäntan åt andra hållet ser jag inte samma behov att flytta reporäntan i mindre steg än 25 punkter per möte. Det faktum att jag står bakom att göra räntehöjningar i 25-punkterssteg innebär också att jag ser en höjning i december som det första tänkbara tillfället medan oktober inte längre är aktuellt för mig.

Sedan det penningpolitiska mötet i juli vill jag också särskilt kommentera kronkursens utveckling. Den initiala marknadsreaktionen efter julibeskedet var en förstärkning, sannolikt baserad på en ökad tilltro till att en första räntehöjning har blivit mer trolig i slutet av det här året. Därefter har kronan försvagats sett över hela perioden fram till nu. Jag lyfte vid julimötet en hög sannolikhet för att teman som försvagar kronkursen, däribland internationella nedsidesrisker och svagt svenskt inflationstryck, kommer att dominera kronkursen ytterligare tid. Även om jag accepterar växelkursprognosen som ingår i utkastet till penningpolitisk rapport idag ser jag det fortsatt som mycket sannolikt att kronan förblir svagare än vår prognos ännu en tid, och det ger på marginalen impulser till inflationen. Mot bakgrund av att ekonomin uppvisar högt resursutnyttjande bör prishöjningar som kommer av kronan få spridning genom ekonomin, vilket i så fall också motiverar att Riksbanken kan påbörja räntehöjningar vid något av de kommande penningpolitiska mötena.

Avslutningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom beskrivningen av den ekonomiska utvecklingen och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport, samt förslaget till ny reporäntebana och räntebeslut.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag inte ställer mig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,5 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 tre senaste penningpolitiska mötena argumenterat för att reporäntan bör höjas. Sedan det penningpolitiska mötet i juli 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 12 månaderna har den årliga ökningstakten legat på drygt 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 2,4 procent. Den KIX-vägda inflationen bedöms bli 2,1 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. Målvariabeln för penningpolitiken är sedan i höstas KPIF. Den årliga ökningstakten för KPIF låg på 2,2 procent vid den senaste inflationsmätningen i juli. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De senaste 16 månaderna har KPIF-inflationen återfunnits i intervallet 1,7–2,4 procent. Den genomsnittliga inflationstakten under dessa 16 månader har varit 2,0 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer vara 2,2 procent i genomsnitt under 2018. Detta är en upprevidering jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli. Under 2019 bedöms KPIF att öka med 2,1 procent i genomsnitt. Måluppfyllelsen är god!

Augustimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 2,0 procent. De senaste 32 månaderna har medeltalet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Intrycket av att inflationsförväntningarna ligger på tvåprocentmålet förstärks om man ser till förväntningarna på två års sikt. I augusti låg dessa förväntningar på 2,1 procent. Om man ser tillbaka har tvåårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under de senaste 20 månaderna. För tolfte månaden i rad låg ettårsförväntningarna i augusti på 1,9 procent eller högre. Inflationsförväntningarna nu är väl förankrade!

Jag övergår nu till att diskutera läget på arbetsmarknaden. Det officiella måttet på arbetslösheten i Sverige ges av Arbetskraftsundersökningarna (AKU). Enligt den senaste arbetskraftsundersökningen låg arbetslösheten i juli på 6,0 procent (ej säsongrensat). Det är lägre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 6,6 procent. Samtidigt tycker jag att det är viktigt att även se på andra mått när man tolkar AKU.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I juli 2018 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,6 procent. Det är något högre än samma månad ett år tidigare. Då låg andelen arbetslösa kassamedlemmar på 2,5 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.

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 6,9 procent i juli 2018. Detta kan jämföras med 7,3 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 i juli 3,6 procent enligt Af:s statistik. Samma månad ett år tidigare var siffran 3,9 procent. Visserligen en nedgång men inte särskilt stor. För utrikes födda var motsvarande arbetslöshetsstal 19,9 procent i juli 2018 och 21,8 procent i juli 2017. Min tolkning är att nedgången i arbetslöshet framför allt handlar om en nedgång för utrikes födda. För inrikes födda däremot förstärks bilden att arbetslösheten 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 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 prisstabilitetsmål 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 slutet av 2015 har energipriserna trendmässigt ökat snabbare än övriga priser i KPIF.

Visst kan det vara intressant att studera KPIF exklusive energipriser. Men det finns även priser för andra varu- och tjänstegrupper som är lika volatila som energipriserna. Om man vill rensa för volatila priser finns det anledning att exkludera alla priser som är mycket volatila och inte enbart energipriser. Och då gäller också fortfarande att man måste ta hänsyn till relativprisförändringar.

Dessa penningpolitiska överväganden sammantagna gör att jag inte kan 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.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Låt mig börja med att säga att jag delar den syn på den ekonomiska utvecklingen i Sverige och 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 justeras något. Räntebanan indikerar att reporäntan kan komma att höjas med 0,25 procentenheter i antingen december eller februari, givet att utvecklingen i Sverige och vår omvärld blir ungefär som väntat. Jag tycker det är ett värde i sig att särskilt nämna steg om 0,25 procentenheter. Mindre steg har inte någon större ekonomisk relevans. Jag vill även nämna att Riksbankens återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter enligt den plan som beslutades i december förra året. Dessa återinvesteringar har hittills fungerat väl och pågår enligt direktionens tidigare beslut till juni 2019. Återinvesteringarna är en försiktighetsåtgärd och förstärker penningpolitiken när vi nu kommer att gå mot en gradvis normalisering av ränteläget.

Den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld fortsätter att vara god. Tillväxten i omvärlden, sammanvägt med KIX-vikter, väntas bli kring 2,5 procent i år och nästa år, vilket är över trend. Särskilt viktigt för oss i Sverige är att BNP-tillväxten i euroområdet förbättrats det senaste året. Och den väntade BNP-utvecklingen i USA ser robust ut. Men det finns betydande risker som kan ändra dessa prognoser både i det nära perspektivet och på längre sikt. Det råder till exempel fortsatt osäkerhet kring den långsiktiga hållbarheten i den italienska statens finanser, skulle de ofinansierade reformerna som signalerats genomföras. Handelskonflikten mellan USA och deras stora handelspartners fortsätter. Och flera tillväxtekonomier brottas med akuta ekonomiska problem samt med inflationstakter långt ifrån och mycket högre än vanliga inflationsmål. Enligt våra bedömningar så här långt påverkas inte den internationella tillväxten på ett avgörande sätt av dessa risker. Men som alltid är den här sortens risker svårbedömda och svåra att sifferätta. De syns därför inte alltid i prognoserna men kan ändå påverka politiken längre fram.

Går vi över till den ekonomiska utvecklingen i Sverige ser den fortsatt god ut. Enligt det preliminära utfallet för andra kvartalet i år var tillväxten i svensk ekonomi överraskande hög. En del av det bedömer vi att vara av tillfällig karaktär och tillväxten under kommande kvartal dämpas. Men sammantaget är vår prognos för helåret 2018 – nästan 3 procent – starkare än prognosen i juli. Under 2019 och 2020 dämpas tillväxten till kring 2 procent per år, bland annat i samband med att bostadsinvesteringarna dämpas. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att vara starkt. Sysselsättningsgraden är historiskt hög efter flera år av god konjunktur och väntas öka ytterligare under prognosperioden. Arbetslösheten har fallit till nivåer som inte setts sedan före finanskrisen för tio år sedan. Det råder goda tider särskilt bland ”ins”, det vill säga bland de som är etablerade på arbetsmarknaden och samtidigt har dragit nytta av bostadsmarknadens dysfunktionalitet.

Inflationen fortsätter att utvecklas i linje med vårt mål om 2 procent. Två månadsutfall har publicerats av SCB sedan det förra penningpolitiska mötet och de var någon tiondel under, respektive över vår tidigare prognos. Det senaste utfallet för KPIF, som gäller juli månad, var 2,2 procent. Samtidigt fortsätter inflationsförväntningarna att visa på ett gott förtroende för inflationsmålet. Om man betraktar vår inflationsprognos, som jag står bakom, är nu trenden med stadigt stigande inflation bruten. Prognosen talar för ett nytt mönster med en inflationstakt i närheten av vårt mål. Inflationsförväntningarna tyder på ett liknande mönster. Men det finns faktorer som oroar vad gäller inflationsutvecklingen framöver. Olika mått på underliggande inflation har utvecklats svagt. Ökningstakten i tjänstepriserna, som står för 45 procent av KPIF, har avtagit under det senaste året och ligger nu under genomsnittet sedan år 2000. Priserna för varor inklusive livsmedel som också står för 45 procent av KPIF ligger också långt under målet. Mot den bakgrunden är det heller inte så konstigt att olika mått på underliggande inflation tenderar att ligga under två procent. Löneutvecklingen, en av inflationens viktigare bestämningsfaktorer, fortsätter att vara dämpad i förhållande till det starka arbetsmarknadsläget. Det här innebär att penningpolitiken behöver fortsätta att ge stöd åt konjunkturen. Å ena sidan är det här nedåtrisker för inflationen men å andra sidan är nu risken för deflation tydligt borta.

Uppgiften för penningpolitiken framöver är att se till att inflationen fortsätter att utvecklas i linje med målet på 2 procent. Här spelare flera yttre faktorer en stor roll. En central faktor, kanske den viktigaste, för att den svenska inflationstakten varaktigt ska utvecklas i linje med målet är att det underliggande inflationstrycket i omvärlden stiger. Med dagens väl sammanflätade varu- och tjänstemarknader är det svårt att se att den svenska inflationstakten varaktigt kan avvika från omvärldens. I våra prognoser förväntas ett stigande internationellt inflationstryck. Men det finns en osäkerhet i denna bedömning, då det underliggande inflationstrycket i många länder är lågt trots en stark konjunktur. Omvärldens penningpolitik är också central för den penningpolitik som bedrivs i Sverige. Under senare år har ECB:s omfattande penningpolitiska stimulans, i form av stora tillgångsköp och minusränta, varit viktiga vid utformningen av den svenska

penningpolitiken. Med en högre tillväxt och inflation än inom EMU ter det sig naturligt att också räntan i Sverige är högre än ECB:s ränta. Hur mycket är en öppen fråga och kommer att vara nog så viktigt framöver.

En annan viktig faktor är kronans utveckling, där en för snabb förstärkning av kronan kan försvåra en fortsatt måluppfyllelse. Kronans växelkurs har dock försvagats sedan det penningpolitiska mötet i juli, vilket går på tvärs mot den prognos som då lades. Det är också ett mönster som vi sett många gånger tidigare. Ser vi tillbaka på våra kronprognoser kan man konstatera att den svenska växelkursutvecklingen har varit svårprognosticerad. Den metod som används för att ta fram växelkursprognoser i den penningpolitiska rapporten utgår från traditionella teorier som betonar relativa tillväxtskillnader och bytesbalanssaldon. Enligt denna teori – som också finner stöd i långsiktiga historiska samband – tenderar länder med hög tillväxt jämfört med omvärlden och bytesbalansöverskott att ha valutor som stärks. Man skulle kunna betrakta dessa teorier som reala. Samtidigt har vi sett att små valutor, som den svenska kronan, ofta försvagas i tider av finansiell och geopolitisk oro. Det är möjligt att dessa krafter, reala respektive finansiella, har sin största påverkan på olika tidshorisont. Samtidigt är det lätt att få uppfattningen att finansiella flöden under senare år dominerat över de mer reala bestämningsfaktorerna, vilket från ett inflationsperspektiv inte varit någon nackdel. De reala krafterna förefaller påverka växelkursutvecklingen mer på längre sikt.

För att komma tillbaka till penningpolitiken – om vi ser tillbaka på de senaste tre och ett halvt åren kan vi nog konstatera att det krävts oväntat stora insatser för att få inflationen att stiga till 2 procent. Reporäntan har varit negativ i tre och ett halvt år, och våra statsobligationsköp har inneburit att Riksbanken numera äger cirka 40 procent av den utestående stocken av nominella och reala statsobligationer. Politiken har varit framgångsrik och måluppfyllelsen är god sedan över ett år tillbaka. Som jag nämnde tidigare har ECB:s expansiva politik under senare år varit särskilt viktig vid utformningen av den svenska penningpolitiken. Men detta kan ändras, och med tanke på att den ekonomiska utvecklingen i Sverige ser mer gynnsam ut än i euroområdet sammantaget är det rimligt att Sverige har ett något högre ränteläge. Trots att det finns risker på nedåtsidan är det nu dags att avisera ett test av den hypotesen längre fram.

Min slutsats för penningpolitiken är att tidpunkten för en försiktig normalisering av penningpolitiken närmar sig. Inflationen är numera väl i linje med målet, konjunkturen är gynnsam i såväl Sverige som i vår omvärld. Det vore udda om det även framöver skulle krävas en negativ real reporänta för att inflationen ska fortsätta att utvecklas i linje med målet. Om inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt följer de prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport är det snart dags att höja räntan, enligt räntebanan, i december eller februari. Givet den ganska långa period som vi haft med minusränta tycker jag också det är bra att nu, på ett ordnat sätt, ange vart vi är på väg. Det är slutligen värt att notera att om vår

prognos slår in kommer räntan att sakta stiga under överskådlig tid, något som ju särskilt kan vara viktigt på bostadsmarknaden med alla dess problem och med många lån till rörlig ränta.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag vill återkoppla till mitt inlägg, att penningpolitiken sedan några möten befinner sig vid ett vägska. Mer konkret handlar det om att välja mellan att börja höja räntan respektive att avvakta ännu en tid. I efterhand kommer det att vara enkelt att se vad som hade varit allra bäst men vi har att ta beslut i förväg och teori och empiri kan bara hjälpa oss en bit på vägen.

Eftersom dessa mötesprotokoll skärskådas inte bara av omgivningen i vår samtid utan också av eftervärlden vill jag förtydliga en åsikt om goda respektive mindre goda argument för räntehöjningar.

Jag tror vi är överens i direktionen att goda argument för räntehöjningar är när inflationstryck börjar byggas upp. Ett mindre gott argument för räntehöjningar är emellertid att det skulle finnas ett egenvärde att komma bort från minusräntan. Man kan tycka mycket kritiskt om minusräntor, att de kan beskrivas som något okonventionellt, extremt och experimenterande. Därför vill jag påminna om att graden av penningpolitisk expansion avgörs av vilken räntenivå den faktiska räntan (så som styrräntan i nuläget $-0,50$ procent) är i förhållande till den ränta som är att betrakta som neutral, det vill säga som varken gasar eller bromsar samhällsekonomin.

Riksbankens bedömning är att den neutrala räntan har sjunkit, från bedömningen 3,5 till 5,0 procent innan den globala finanskrisen, till intervallet 2,5 till 4,0 procent enligt en skattning från februari 2017. Liknande bedömningar har gjorts av andra centralbanker.

Med lägre realräntor globalt och antaget oförändrat uppdrag till penningpolitiken, att stabilisera inflationen runt 2 procent, kommer styrräntan att behöva sänkas under noll återkommande i framtiden. Det här är en omständighet som såväl ekonomins aktörer som ekonomisk-politiska beslutsfattare behöver förhålla sig till.

Om man vill undvika att nya perioder med minusräntor återkommer i framtiden behöver flera olika saker göras:

Det krävs en politik som medverkar till högre globala realräntor. Utan att jag här och nu tar ställning kan man också överväga högre inflationsmål, för att skapa större avstånd till nominella minusräntor. Slutligen kan framtida penningpolitiska beslutsfattare förlita sig på andra åtgärder än minusräntor så som tillgångsköp och valutainterventioner.

När vi strävar efter att förbättra förståelsen för penningpolitiken är det viktigt att tydliggöra att den här fleråriga perioden med minusräntor kan upprepas om inget annat förändras.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Apropå Cecilia Skingsleys kommentarer så har jag både vid mötet idag och vid det förra penningpolitiska mötet angett att penningpolitiken uppfattas som okonventionell som ett, av flera, skäl till att jag vill se en lite tidigare räntehöjning. Jag vill förtydliga dels att jag inte ser ett egenvärde med att undvika just minusränta, dels att en viktig förutsättning för mitt argument är att förtroendet för inflationsmålet är tillräckligt starkt och att inflationen framöver ligger kvar på tillräckligt höga nivåer även med den räntebana jag förespråkar. Det finns gränser för hur expansiv penningpolitiken kan göras, till exempel med räntesänkningar eller tillgångsköp, utan att det uppstår olika former av negativa sideeffekter. När räntan ligger nära sin nedre gräns anser jag att det därför finns ett visst värde i att röra sig mot mer normala nivåer så snart det kan göras utan att förtroendet för inflationsmålet återigen rubbas och förutsatt att risken är liten att penningpolitiken återigen tvingas tillbaka till de mest expansiva nivåerna.

Jag vill också ställa en fråga till Henry Ohlsson. Du redogjorde i ditt inlägg för hur de senaste årens svenska penningpolitik, inklusive de penningpolitiska framtidsplaner som majoriteten i direktionen har kommunicerat, har medfört att både inflationsförväntningarna och inflationen sedan ganska lång tid ligger nära målet. Du menade att målluppfyllelsen är god. Vid tidigare penningpolitiska möten har du anført att du inte står bakom de ekonomiska prognoserna i den penningpolitiska rapporten. Kan du förtydliga hur din prognos avviker från prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport?

Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Flera ledamöter har redovisat sin syn på i hur stora steg reporäntan kan komma att höjas och jag vill därför komplettera med min syn på detta. Jag delar bedömningen att en normalisering av penningpolitiken kan göras i steg av 0,25 procentenheter. Att använda sig av mindre steg skulle möjligen kunna motiveras av att testa effekterna på marknaden på det sätt vi gjorde när vi sänkte reporäntan till negativt territorium 2015. Min bedömning är dock att de förhållandena inte är jämförbara med dagens läge, inte minst eftersom vi nu rör oss i riktning från den nedre gränsen för reporäntan. Och även en räntehöjning med 0,25 procentenheter får anses som relativt liten. Genom att i förväg tala om hur vi ser på storleken på en första räntehöjning skapas transparens och förutsägbarhet i penningpolitiken.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Jag har ingen egen alternativ prognos. Däremot har jag två viktiga utgångspunkter för hur jag ser på penningpolitikens effekter på makroekonomiska nyckelvariabler. Den första är att penningpolitiken verkar med fördröjning. Den andra är att växelkursen påverkar inflationen med fördröjning. Enligt Riksbankens modeller har växelkursförändringar sin starkaste inverkan på inflationstakten med fyra-fem kvartals fördröjning. Detta gör att den räntehöjning som jag

föreslår inte kommer ha lika mycket inverkan i närtid utan snarare om ett år eller så.

Osäkerhetsintervallen i utkastet till penningpolitisk rapport ett år framåt är betydande. Jag menar att utvecklingen med en höjning av reporäntan nu väl ryms inom dessa osäkerhetsintervall.

Variationsbandet är också ett uttryck för den osäkerhet som är förknippad med penningpolitikens effekter.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag håller med Cecilia Skingsley om att reporäntan inte ska höjas i syfte att kunna sänka den längre fram. Det måste finnas någonting i den ekonomiska utvecklingen som motiverar en höjning.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Bara för att vara tydlig: jag delar åsikten att 25 räntepunkter är det lämpliga steget vid räntehöjningar. Mindre steg är inte meningsfulla. Vi skiljer oss åt när det gäller frågan när reporäntan bör höjas, inte frågan om hur stora stegen ska vara.

§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 Martin Flodén reserverade sig mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förespråkade en räntebana som indikerar att det är troligt att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska mötet i oktober men som sammanfaller med rapportens räntebana från och med tredje kvartalet 2019. Han menade att kommunikationen av en sådan räntebana skulle medföra en tillräcklig åtstramning av penningpolitiken idag.

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 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 6 september 2018 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 17 september 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