



Penningpolitiskt protokoll

juli 2019

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 2 juli 2019 beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Även prognosen för reporäntan är oförändrad och indikerar att räntan höjs igen mot slutet av året eller i början av nästa år.

Ledamöterna ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Konjunkturen i Sverige är fortsatt stark och inflationen är vid målet på 2 procent. De konstaterade att den ekonomiska utvecklingen i såväl Sverige som omvärlden i stort varit i linje med Riksbankens prognoser och att ny information sedan det penningpolitiska mötet i april sammantaget inte har föranlett några större revideringar av prognoserna. Detta talar för att inte heller förändra penningpolitiken vid detta möte.

Samtidigt betonade ledamöterna att osäkerheten om omvärldskonjunkturen har ökat, till exempel på grund av den upptrappade handelskonflikten mellan USA och Kina. Man noterade att aktörer på finansiella marknader verkar förvänta sig en betydligt sämre ekonomisk utveckling framöver och därför ytterligare penningpolitiska stimulanser. I flera av de större ekonomierna har också centralbankerna signalerat att penningpolitiken kan komma att bli mer expansiv, om än inte i samma utsträckning som marknadens prissättning indikerar. Omvärldsriskerna är svåra att siffersätta i en prognos, men om de materialiseras kan utsikterna försämrats även för svensk ekonomi. Det är därför viktigt att penningpolitiken går försiktigt fram.

Ledamöterna noterade också att inflationen de närmaste månaderna kommer att sjunka tydligt till följd av lägre energipriser. I detta sammanhang påtalades att om detta påtagligt skulle dämpa inflationsförväntningarna försämrats penningpolitikens möjligheter att hålla inflationen nära 2 procent. Flera av ledamöterna påpekade också vikten av att den underliggande inflationen fortsätter att stiga.

Flera ledamöter förde resonemang kring kronans utveckling. Några hänvisade till en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport som diskuterar kronans utveckling på längre sikt och drar slutsatsen att kronan bör förstärkas gradvis framöver, men att osäkerheten kring hur mycket och hur snabbt detta kommer att ske är stor. Några betonade också att stora och oväntade svängningar i växelkursen gör det svårare att stabilisera inflationen kring målet.

Ett par ledamöter lyfte att utvecklingen på bostadsmarknaden och riskerna med hushållens höga skuldsättning utgör en sårbarhet för svensk ekonomi.

De tilltänkta förändringarna i det penningpolitiska styrsystemet nämndes också. Förändringarna är av teknisk karaktär och syftar inte till att förändra penningpolitikens inriktning utan till att göra implementeringen av penningpolitiken så effektiv som möjligt.

Samtliga ledamöter stod bakom beslutet att lämna reporäntan och prognosen för reporäntan oförändrad för att ge fortsatt stöd åt inflationen. Men det framfördes vissa nyansskillnader om exakt när det kan vara lämpligt att höja räntan nästa gång.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2019-07-02
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

Charlotta Edler
Heidi Elmér
Robert Emanuelsson
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Jesper Hansson
Jens Iversen
Maria Kindborg
Ann-Leena Mikiver
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3A)
Henrik Siverbo
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Emelie Theobald
Jens Vahlquist (§ 1-3A)
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3A)
Anders Vredin

Det antecknades att Emelie Theobald och Henrik Siverbo skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. 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. Långa statsobligationsräntor har sedan det penningpolitiska mötet i april fallit med mellan 25 och 30 räntepunkter i Sverige och Tyskland medan de fallit med omkring 50 räntepunkter i USA. Kommunikation från flera centralbanker i större ekonomier har samtidigt indikerat att det kan krävas mer expansiv penningpolitik framöver. Främsta anledningen till denna utveckling är den osäkerhet om den framtida utvecklingen som den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina skapat. Vid sidan av risken för en upptrappning av handelskonflikterna, kan det vara så att de redan införda tullarna har försämrat de globala värdekedjorna. Konjunkturindikatorer såsom inköpschefsindex har i flera länder fallit tillbaka, vilket har påverkat de finansiella marknaderna. Fallande inflationsförväntningar och lägre inflationsutfall än väntat har också noterats av marknadsaktörer och centralbanker. I USA noteras svagare statistik för den ekonomiska aktiviteten överlag och det finns tecken på att tillväxtbidraget från den finanspolitiska stimulansen börjar klinga av. På aktiemarknaderna noterades stora nedgångar under maj månad men en återhämtning under juni gör att aktieprisernas nivå nu är ungefär densamma som vid det penningpolitiska mötet i april.

Även oljepriset uppvisar stora rörelser sedan april. En mörkare syn på global efterfrågan och stigande amerikanska oljelager har bidragit till att oljepriset dämpats. Samtidigt finns ett flertal utbudseffekter som verkar åt andra hållet, exempelvis OPEC-ländernas väntade förlängning av produktionsrestriktioner samt geopolitisk oro i Mellanöstern.

Huvudfokus har den senaste tiden riktats mot världens centralbanker. Norges Bank har nyligen höjt styrräntan och ytterligare höjningar förväntas mot bakgrund av en stark inhemsk ekonomi, som inte är så exponerad mot pågående handelskonflikter. För de flesta andra centralbanker går utvecklingen åt motsatt håll. Både den Europeiska centralbanken (ECB) och amerikanska Federal Reserve har kommunicerat att det kan komma att behövas mer penningpolitisk stimulans för att möta en svagare ekonomisk utveckling. Marknadsprissättningen har skiftat ned och i USA väntas nu kraftiga räntesänkningar. När det gäller ECB finns förväntningar om en räntesänkning och återstart av tillgångsköpsprogram. Även för svenskt vidkommande har förväntningarna ökat om ytterligare penningpolitisk stimulans. Prissättningen på finansiella marknader indikerar nu högre sannolikhet för en sänkning än en höjning medan bankekonomer generellt förväntar sig en senareläggning av reporäntehöjningarna. Vid dagens penningpolitiska möte väntas reporäntan lämnas oförändrad.

Växelkursen för kronan har stärkts sedan mitten av maj och är nu tillbaka på ungefär samma nivå som vid det penningpolitiska mötet i april. Framförallt är det en svagare dollar och inflationsutfallet i maj som har bidragit till den starkare utvecklingen för den svenska kronan.

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 diskussion med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 11 och 18 juni. Utkastet till penningpolitisk rapport bordlades på ett möte med direktionen den 25 juni. Under beredningsprocessen har särskild vikt lagts vid osäkerheten om omvärldens konjunktur, analys av den globala räntenedgången på senare tid samt analys av kronans långsiktiga utveckling.

Det råder fortsatt oro för den globala konjunkturen. Trots starkare BNP-utfall än väntat första kvartalet i många länder, pekar förtroendeindikatorer på en ökad risk för att konjunkturen framöver kan komma att mattas av snabbare än väntat. Den upptrappade handelskonflikten mellan USA och Kina, processen för Storbritanniens utträde ur EU och en ökad geopolitisk oro är bidragande faktorer. Oron för den globala konjunkturen har bidragit till fortsatt fallande obligationsräntor, men även lägre inflationsförväntningar är en viktig förklaring.

Kronan har försvagats oväntat mycket under 2019. I en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport presenteras nya analyser av kronans långsiktiga utveckling. Fördjupningen belyser utvecklingen för flera olika mått på relativ prisnivå och kostnadsläge. Slutsatsen är att det mesta talar för att kronan är ovanligt svag och att en viss appreciering är att vänta, men att det råder stor osäkerhet både om när och hur mycket kronan kan komma att stärkas.

Tillväxten i både USA och euroområdet blev lite starkare än väntat det första kvartalet i år, men väntas därefter dämpas till ungefär normal nivå. Konfidensindikatorer i Sverige och i omvärlden har sedan förra hösten fallit till nivåer kring historiskt medelvärde vilket indikerar en normal tillväxt framöver. Prognosen för KIX-vägd BNP-tillväxt 2020–2021 är nedreviderad med 0,1 procentenheter, till 2,0 procent, till följd av redan införda handelsbegränsningar och oro för nya eller upptrappade handelshinder som kan dämpa den ekonomiska aktiviteten.

Inflationen i omvärlden ser också ut att bli något lägre. I euroområdet är underliggande inflation fortsatt låg och inflationsförväntningarna har fallit enligt marknadsbaserade mått. De sämre tillväxtutsikterna, ökad oro för handelskonflikter och lägre inflationsförväntningar har bidragit till att marknadsprissättningen av framtida styrräntor har fallit förhållandevis mycket. Flera centralbanker har kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv, men sannolikt inte i den omfattning som indikeras av marknadsprissättningen.

I Sverige har arbetslösheten fallit sex år i rad, men ser nu ut att ha bottnat och har legat kring 6,3 procent sedan början av 2018. Även sysselsättningsgraden ser ut att plana ut på en hög nivå. Den svenska BNP-tillväxten överraskade på uppsidan i första kvartalet i år, med 2,4 procent jämfört med föregående kvartal uppräknat till årstakt. Den starka tillväxten drevs framförallt av en ökad tjänsteexport, men samtidigt var utvecklingen av inhemsk efterfrågan ganska svag.

BNP-prognosen är något nedreviderad för de kommande kvartalen. Den starka inledningen av 2019 innebär ändå att helårsprognosen för i år är marginellt uppjusterad till 1,8 procent, men nästa år väntas BNP öka något långsammare jämfört med prognosen i april. Den relativt hyggliga tillväxttakten är i linje med konfidensindikatorer för näringslivet som fortfarande ligger på en ungefär normal nivå.

I maj var inflationen 2,1 procent, exakt som prognosen i den penningpolitiska rapporten i april. Energipriserna, både drivmedel och el, har fallit rejält i juni, vilket drar ner inflationen det kommande året. Prognosen baseras på att energipriserna utvecklas i linje med terminspriseringen som är relativt oförändrad framöver. Det innebär att de lägre energipriserna bara leder till en tillfällig effekt på inflationen. KPIF-inflationen väntas botten på 1,2 procent i september. Prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi har bara reviderats marginellt och den väntas stiga från 1,7 procent i maj till 2 procent under 2020.

Växelkursen försvagades inledningsvis efter det penningpolitiska mötet i april men har stärkts igen på senare tid. Sammantaget ligger kronan nu på ungefär samma nivå som före det penningpolitiska mötet i april, men är svagare än prognosen från april. På kort sikt antas växelkursen vara oförändrad, men liksom tidigare antas en viss förstärkning ske på längre sikt. Detta bygger på att inflation och resursutnyttjande i Sverige är något högre än i omvärlden och att räntorna därför kommer att stiga lite mer i Sverige.

De prognoser som nu presenterats baseras på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på -0,25 procent. Reporäntebanan är oförändrad jämfört med april och den indikerar att räntan ligger kvar på -0,25 procent fram till slutet av året eller början av 2020. Mer exakt innebär räntebanan att en första höjning kan komma i oktober, december eller februari. Därefter höjs reporäntan med knappt 0,5 procentenheter per år. Prognosen för konjunktur och inflation påverkas även av storleken på balansräkningen. Enligt beslutet på det penningpolitiska mötet i april köper Riksbanken statsobligationer för sammanlagt 45 miljarder kronor i nominellt belopp under perioden juli 2019 till december 2020. Det håller Riksbankens obligationsinnehav och likviditetsöverskottet i banksystemet nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan det penningpolitiska mötet i april har två nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Inflationsutfallen avser april och maj. Efter stora besvikelser under årets tre första månader, då inflationen enligt både KPIF och KPIF exklusive energipriser var betydligt lägre än väntat, låg utfallen för april och maj mycket nära våra prognoser. Särskilt

glädjande är att KPIF-inflationen rensat för energipriser, som kan ses som ett mått på den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten, har ökat ganska rejält, från 1,4 procent i januari till 1,7 procent i maj. Majnoteringen är den högsta siffran för KPIF-inflationen exklusive energipriser på nästan ett och ett halvt år. Att ökningstakten för det här måttet på inflationen nu tilltar är av mycket stor betydelse eftersom energipriserna inom kort kommer att bidra betydligt mindre till prisutvecklingen. Med energipriserna inräknade hamnade inflationen strax över 2 procent i såväl april som maj.

Även utvecklingen för Riksbankens övriga mått på den underliggande inflationen är åt det positiva hållet. Efter att ha varierat inom ett ganska snävt intervall på 1,4–1,7 procent mellan januari 2018 och januari 2019 har medianen för måtten på underliggande inflation uppvisat en trend uppåt under de senaste månaderna, för att i maj uppgå till 2 procent. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, låg i maj på 2 respektive 1,9 procent.¹

De nya utfallen för inflationsförväntningarna, så som de mäts i Prosperas månads- och kvartalsvisa enkätundersökningar, utgörs av månadsundersökningen för maj, som bara gäller penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsundersökningen för juni, där bland annat arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar ingår. Den övergripande bilden är att förväntningarna faller svagt men fortfarande är hyggligt nära inflationsmålet.

Arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar, som jag bedömer som särskilt viktiga att följa för Riksbanken, ligger i intervallet 1,8–2,1 procent, med en tendens att vara lite lägre för arbetsgivarorganisationerna.² Skillnaderna ska dock inte överdrivas och på fem års sikt förväntar sig både arbetsgivar- och arbetstagarorganisationerna en inflationstakt på eller strax över 2 procent, vilket tyder på att man har förtroende för Riksbankens förmåga att klara inflationsmålet. Det är förstås av stor betydelse att detta förtroende fortsätter att bestå, så att alla är överens om att en inflation på 2 procent är den bästa utgångspunkten i de kommande avtalsförhandlingarna.

Slutsatsen jag drar av utvecklingen i inflationen och inflationsförväntningarna är att den aktuella inflationsbilden är förhållandevis ljus, i linje med vad vi räknade med i den penningpolitiska rapporten i april. De förändringar av inflationsprognosen som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport är mot den här bakgrunden också ganska små. Den största revideringen gäller energiprisernas bidrag till inflationen, som nu väntas bli mindre. För KPIF-inflationen föreslås därför en nedrevidering av prognosen med 0,2–0,4 procentenheter under det närmaste året. Det här innebär att den kommande tillfälliga nedgången i KPIF-inflationen, som legat i våra

¹ Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

² Jag fokuserar här på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen är mycket låg.

prognoser under en längre tid, nu förutses bli lite större, med en botten i september på 1,2 procent i stället för som i aprilrapporten på 1,5 procent. Antagandet att nedgången verkligen blir tillfällig är av avgörande betydelse och stöds av de senaste månadernas tilltagande ökningstakt för KPIF-inflationen exklusive energipriser. Jag ställer mig bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport.

Det centrala temat i utkastet till penningpolitisk rapport är omvärldsutvecklingen och riskerna som den för med sig. Att i det här läget ha ett starkt fokus på vad som händer utanför Sveriges gränser tycker jag är befogat, även om det ju nu verkar finnas en viss ljusning i handelskonflikten mellan USA och Kina efter träffen mellan de bägge ländernas ledare i samband med G20-mötet i helgen. Men det är viktigt att komma ihåg att det också finns risker för den svenska inflationen i scenarier där den internationella utvecklingen i stort sett blir som vi räknar med i vår huvudprognos. Exempelvis fortsätter de svenska löneökningarna att vara måttliga. Det finns många faktorer som talar för att lönerna framöver borde stiga snabbare, bland annat en stark arbetsmarknad, inflation och inflationsförväntningar nära 2 procent och en högre produktivitetstillväxt. Om löneökningarna under kommande år inte tilltar, ungefär så som vi antar i rapportutkastet, kommer det att bli mycket svårt, kanske till och med omöjligt, att hålla kvar inflationen nära 2 procent.

När det gäller riskerna i omvärlden har vi flera gånger tidigare betonat att dessa är väldigt svåra att siffersätta i en prognos. De ligger därför i huvudsak utanför huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Så fortsätter det förvisso att vara men det finns ändå en ganska tydlig tendens att delar av riskbilden nu successivt letar sig in i huvudscenariot. Det gäller framför allt ränteutvecklingen, som blivit påtagligt svagare i många länder. Och våra prognoser i huvudscenariot måste ju förstås betingas på vad som händer med det faktiska ränteläget. Vi har nu dessutom gjort en mindre nedskrivning av tillväxtutsikterna för omvärlden, mycket till följd av den upptrappade handelskonflikten.

Det är i sammanhanget viktigt att påpeka att det lägre ränteläget delvis är en konsekvens av förväntningar på finansiella marknader om en mer expansiv penningpolitik. Att det faktiskt är rimligt att nu tro på en mer expansiv politik har under senare tid också understrukits av kommunikationen från både ECB och Federal Reserve. Den relativt stora och snabba kursändringen från dessa centralbanker har varit anmärkningsvärd och överraskande, i alla fall för mig.

Problemen och riskerna som relaterar till det svenska inflationstrycket och utvecklingen i omvärlden gör att man kan befara att sannolikheten som nu ligger i vår reporäntebana för en höjning av räntan redan i oktober eller december är för stor. Det gäller i synnerhet om både ECB och Federal Reserve väljer att snart öka sina penningpolitiska stimulanser. Att då ta en väg som går i motsatt riktning blir förstås ganska vågat.

Att jag idag ändå kan ställa mig bakom penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport beror på den stora osäkerhet som för tillfället råder runt alla dessa betydelsefulla aspekter, såväl i termer av omfattning som när i tiden saker och ting kan tänkas inträffa. Mot den här bakgrunden menar jag att det just nu är för tidigt att göra en revidering av den penningpolitiska planen. Jag föredrar i stället att avvakta ytterligare information med en förhoppning att den ganska täta dimman som nu finns ska skingras en aning. Utöver en fortsatt diskussion om penningpolitikens utformning på kort sikt kan det också finnas ett behov av att ganska snart återkomma till frågan om vad som är en lämplig reporänta på längre sikt, när konjunkturläget är mer normalt. Precis som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport aktualiseras den frågan nu av den stora nedgången i obligationsräntorna i flera länder.

Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Jag ställer mig bakom de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer också förslaget att låta reporäntan ligga kvar på $-0,25$ procent och att låta reporäntebanan vara oförändrad. Jag tycker också att obligationsköpen bör fortsätta i enlighet med beslutet i april.

Utvecklingen i omvärlden sedan det penningpolitiska mötet i april har i stora drag varit i linje med våra prognoser. I KIX-vägda termer är också prognosen för BNP-tillväxten endast marginellt reviderad. Men jag menar att osäkerheten om styrkan i utvecklingen i omvärlden är större idag än i april. En ökad oro för en sämre global ekonomisk utveckling reflekteras bland annat i prissättningen på finansiella marknader vilket Jesper Hansson tidigare pekade på.

Sannolikt har handelskonflikten mellan USA och Kina bidragit till den ökade osäkerheten. Den kinesiska exporten till USA har dämpats påtagligt, vilket tydligt illustreras i diagram 4:3 i utkastet till penningpolitisk rapport. Även om Kina hittills har kunnat motverka en svagare exportutveckling med expansiv finans- och penningpolitik finns en risk för en svagare tillväxt i Kina än i vår prognos. En sådan utveckling skulle spilla över på global handel och i förlängningen kunna påverka efterfrågan på svenska varor och tjänster i negativ riktning. Vid den gångna helgens G20-möte väcktes förhoppningar om fortsatta förhandlingar om ett handelsavtal mellan Kina och USA. Det är dock för tidigt att bedöma vad detta innebär.

Formerna för Storbritanniens utträde ur EU är en riskfaktor som funnits med oss under en längre tid, men den har om något ökat i styrka efter Theresa Mays avgång som premiärminister i juni.

Den ökade politiska spänningen mellan USA och Iran är en annan faktor som ytterligare höjer osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i omvärlden, bland annat när det gäller oljepriset.

Den svenska realekonomin har annars överlag utvecklats i linje med våra prognoser i april. BNP-tillväxten under första kvartalet i år var till och med något starkare än vår prognos. Under prognosperioden ser vi framför oss en konjunkturavmattning snarare än en lågkonjunktur.

En riskfaktor när det gäller realekonomin i Sverige är den inhemska efterfrågan. Bakom den starka totala BNP-tillväxten för första kvartalet dolde sig en fortsatt svag utveckling av hushållens konsumtion. Trots att arbetsmarknaden är fortsatt stark och disponibel inkomst utvecklas väl har Konjunkturinstitutets konfidensindikator för hushållen fallit påtagligt sedan inledningen av förra året. Den pessimistiska synen bland hushållen måste nog kopplas till inbromsningen på bostadsmarknaden, men även den tidvis skakiga börsutvecklingen kan ha spelat in. Vår prognos innebär att priserna på bostäder fortsätter att återhämta sig och att konsumtionstillväxten för kommande år blir högre än 2019. Men om bostadspriserna vänder nedåt igen finns en uppenbar risk för en lägre konsumtionstillväxt och i förlängningen en mer dämpad tillväxt i total efterfrågan i svensk ekonomi.

När det gäller bostadsinvesteringarna har den dämpade bostadsprisutvecklingen lämnat ett tydligt negativt avtryck. BNP-tillväxten tyngs rejält i år av sjunkande bostadsinvesteringar. Men enligt vår prognos avtar det negativa bidraget under prognosperioden. Precis som för hushållens konsumtion skulle ett nytt prisfall på bostäder riskera att dämpa även bostadsinvesteringarna på ett påtagligt sätt.

När det gäller den svenska inflationen kan vi konstatera att utfallen i april och maj var helt i linje med våra prognoser. Mätt med KPIF var inflationen mycket nära målet på 2 procent. Indikatorer på den underliggande inflationen tyder på att den också är kring 2 procent. Energipriserna, som tidigare ökat snabbt, faller ur tolv månaderstalen på kort sikt, vilket förklarar att KPIF-inflationen sjunker i närtid för att sedan gradvis öka igen.

Det finns tecken på att fler företag än normalt planerar att höja priserna mot konsument. Det visar bland annat svaren i vår egen senaste företagsundersökning.³ Andelen konsumentnära företag som planerar att höja sina priser under det närmaste året fortsätter att öka. Det är också intressant att notera att förväntade prishöjningar det kommande året drivs av både hög efterfrågan, inköpskostnader och arbetskraftskostnader.

Samtidigt vittnar företagen i vår undersökning om den hårda konkurrensen som uppstått genom pristransparensen i näthandeln och som verkar dämpande på prisökningstakten. En intressant fördjupning om företagens prissättningsbeteende finns i den senaste företagsundersökningen. Där framkommer bland annat att även om företagen tenderar att höja priserna när kostnaderna ökar, uppvisar de också försiktighet av oro för att konkurrenterna inte ska följa efter.

³ Se Riksbankens företagsundersökning, maj 2019.

Sammanfattningsvis delar jag bedömningen av den ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport men noterar också en växande osäkerhet om den framtida globala tillväxten. Dessutom finns tydliga osäkerhetsfaktorer kring den inhemska efterfrågan, som har kopplingar till bostadsprisernas utveckling. En sämre realekonomisk utveckling i Sverige och en tillhörande svagare inflationsutveckling än den vi redovisar i utkastet till penningpolitisk rapport skulle sannolikt leda till att penningpolitiken behöver anpassas.

Även om Riksbankens möjligheter fortsatt är goda att genom penningpolitiken kunna hantera en sämre ekonomisk utveckling är det viktigt att vi vidareutvecklar vår analys och fortsätter att följa forskningsläget när det gäller möjligheten för finanspolitiken att i vissa perioder spela en större roll i stabiliseringspolitiken när penningpolitikens handlingsutrymme är begränsat.⁴

Diskussionen om bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning har fortsatt under våren. Riksbankens Öppna forum i maj i år visade på spännvidden och svårigheterna som dessa frågeställningar innehåller.⁵ Vår bedömning är precis som tidigare att hushållens höga skuldsättning är en sårbarhet för svensk ekonomi som riskerar att skapa problem vid en sämre ekonomisk utveckling eller vid ett större bostadsprisfall än det vi hittills sett. Finansinspektionens genomförda makrotillsynsåtgärder har sannolikt dämpat riskerna något, men eftersom de bara avser nya bolån tar det lång tid innan hela stocken av bolån kommer att påverkas av de åtgärderna.

Till detta kommer att bostadsmarknaden så som den fungerar idag hämmar effektiviteten i svensk ekonomi, bland annat när det gäller möjligheten att flytta till en ny bostad. Det är därför fortsatt angeläget, precis som framhålls i utkastet till penningpolitisk rapport, att fokusera på åtgärder inriktade på de fundamentala problemen på bostadsmarknaden, bland annat skatteregler kopplade till hushållens bostadsägande, regelverket kring nyproduktion av bostäder och utformningen av hyressättningssystemet.

Slutligen vill jag säga några ord om den övervägda reformeringen av Riksbankens räntestyrningssystem, som beskrivs i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport. Det är viktigt att med viss regelbundenhet se över räntestyrningssystemet för att säkerställa att implementeringen av penningpolitiken görs så att de korta marknadsräntorna nära följer Riksbankens styrränta. Ju tydligare och mer transparenta vi kan vara, desto större förståelse och förutsägbarhet skapas på räntemarknaden. De förändringar vi nu avser att genomföra syftar inte till att förändra penningpolitikens inriktning utan till att göra implementeringen av penningpolitiken så effektiv som möjligt.

⁴ I en ny ekonomisk kommentar från Riksbanken diskuteras den här frågan närmare. Se B. Lagerwall (2019), "Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv", Ekonomiska kommentarer nr. 5, Sveriges riksbank.

⁵ Se <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/konferenser/2019/oppet-forum-en-bostadsmarknad-i-balans--vilka-atgarder-kravs/>.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad, förslaget på prognos för reporäntan framöver och övriga prognosförslag i utkastet till penningpolitisk rapport.

Efter det penningpolitiska mötet i april har den realekonomiska utvecklingen i såväl omvärlden som Sverige huvudsakligen varit i linje med Riksbankens prognos. Men perioden har ändå varit händelserik. Inför det penningpolitiska mötet i april hade bilden av en fortsatt global lågräntemiljö under lång tid framöver förstärkts. Den utvecklingen har fortsatt i snabbare takt de senaste månaderna. Räntan på tioåriga amerikanska statsobligationer har fallit med en halv procentenhet efter det penningpolitiska mötet i april, och även i Europa har räntorna fallit. Marknadsprissatta inflationsförväntningar har skiftat ner ganska tydligt i flera länder, liksom förväntningarna på framtida styrräntor. Flera centralbanker har också signalerat att penningpolitiken behöver bli mer expansiv, om än inte alls i samma utsträckning som marknadens förändrade prissättning indikerar.

I Sverige var inflationsutfallen för april och maj helt i linje med Riksbankens prognos. Inflationsförväntningarna i Prosperas undersökning fortsätter att visa en svagt nedåtgående trend men ligger ändå på en hyfsat bra nivå. Och till skillnad från utvecklingen i flera andra länder tyder marknadsprissättningen på att de långsiktiga inflationsförväntningarna är nära 2 procent.

Kronan föll efter vårt penningpolitiska beslut i april och har varit påtagligt svagare än vår prognos. Den här kronförsvagningen har enligt mig varit ologisk och omotiverad. Jag tror dessutom inte att kronförsvagningen hjälper Riksbanken att på sikt stabilisera inflationen runt målet.

Kronan har stärkts igen de senaste veckorna och väntas fortsätta att stärkas under prognosperioden. Vår prognos visar alltså både att en fortsatt kronförstärkning är sannolik och att en sådan förstärkning är förenlig med att inflationen ligger nära målet.

Jag noterar också att kronan efter de senaste dagarnas förstärkning redan är starkare än prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport för tredje och fjärde kvartalen i år. Jag skulle inte bli överraskad om kronan dessutom stärks ytterligare något när vi presenterar det här penningpolitiska beslutet, med en oförändrad prognos för reporäntan. Men inte heller en sådan kronförstärkning skulle jag se som ett bekymmer för Riksbankens penningpolitik.

Inflationen har nu legat nära målet i över två år. Under den här perioden har stigande energipriser hjälpt till att hålla inflationen uppe trots att inflationstrycket har varit svagt. Men de kommande månaderna blir energiprisernas bidrag förmodligen negativt, och mer negativt än vi bedömde vid det förra mötet. Prognosen för KPIF-inflationen är nedreviderad med 0,4 procentenheter för juni och med runt 0,2 procentenheter för det kommande året. Det här betyder att KPIF-inflationen sannolikt kommer att ligga närmare 1 än 2 procent de kommande månaderna.

Å ena sidan är den här inflationsnedgången lite oroande. Det finns ju vissa tecken på att inflationsförväntningarna redan rör sig nedåt, och faktiska inflationsutfall brukar sätta avtryck i förväntningarna. Efter det senaste decenniets problem med alltför låg inflation under lång tid finns det risk att förtroendet för inflationsmålet fortfarande inte är helt återställt. Förväntningarna kan då reagera mer än normalt när inflationen blir låg. I så fall kan det bli svårare att sedan föra inflationen tillbaka mot målet.

Å andra sidan borde en inflationsnedgång som orsakas av en tydlig och uppenbart tillfällig faktor inte vara problematisk. Inflationstrycket har stigit den senaste tiden. Medianen av Riksbankens olika mått på underliggande inflation är 2 procent. Dessutom är vår bedömning nu att KPIF-inflationen exklusive energi blir högre det kommande året jämfört med prognosen i april. Prognosen är att detta mått på underliggande inflation stiger lite under hösten och sedan ligger kvar nära 2 procent under hela prognosperioden.

För att sammanfatta är osäkerheten fortsatt stor kring den internationella konjunkturutvecklingen. Dessutom har osäkerheten tilltagit kring utvecklingen av de finansiella förhållandena och riktningen på omvärldens penningpolitik. I Sverige ligger inflationen fortfarande nära målet men jag ser en något ökad risk för att inflationsförväntningarna ska försvagas i närtid.

Förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport är att hålla fast vid samma prognos för reporäntan som vid det penningpolitiska mötet i april. Det innebär att reporäntan ligger kvar på -0,25 procent för att sedan höjas mot slutet av året eller början av nästa år. Jag tycker att det är en rimlig prognos. Den svenska konjunkturen är som sagt fortfarande stark och inflationstrycket har stigit.

Förutsättningarna för svensk penningpolitik ser ändå inte riktigt lika ljusa ut som vid det penningpolitiska mötet i april. Jag tyckte då att det fanns en del tecken på att den underliggande inflationen skulle förstärkas så snabbt att det kunde bli lämpligt med en något tidigare höjning av räntan än vad reporäntebanan indikerade. En sådan utveckling ser jag idag som mindre sannolik.

Till sist vill jag kommentera hur vår reporäntebana förhåller sig till förväntningarna på marknaden. Prissättningen på marknaden tyder som sagt på att man förväntar sig en avsevärt mer expansiv penningpolitik än vad som ligger i vår prognos. Det gäller förväntningarna på penningpolitiken i såväl Sverige som omvärlden. Marknadens syn på penningpolitiken framöver är svår att förena med Riksbankens prognos för konjunktur- och inflationsutvecklingen utan förutsätter rimligen att ekonomierna utvecklas betydligt svagare. I ett sådant scenario kommer det knappast finnas anledning för Riksbanken att skynda fram med räntehöjningar. Däremot ser jag inget sannolikt scenario där det under de kommande kvartalen blir lämpligt för Riksbanken att sänka räntan från den nuvarande låga nivån.

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Riksbankens tredje penningpolitiska möte i år präglas av en motsägelsefull bild: Det ekonomiska läget i Sverige är gott med historiskt hög sysselsättningsgrad, en inflation vid målet och med konjunkturutsikterna tämligen oförändrade. De globala finansmarknaderna har däremot i volatil handel ställt in sig på en betydligt sämre utveckling för världsekonomin.

I den globala ekonomin har det senaste årets avmattning fått förnyad kraft av de fortsatta konflikterna om globala handelsrelationer, särskilt mellan Kina och USA. Förtroendemätningar har sjunkit i ett stort antal länder som är särskilt inriktade mot utrikeshandel av varor.

Finansmarknaderna har svajat fram och tillbaka de senaste tre kvartalen. Beskedet vid årsskiftet att den amerikanska centralbanken Federal Reserve skulle avbryta sin penningpolitiska normalisering gav stöd till risksentimentet första kvartalet i år. Men sedan det penningpolitiska mötet i april har de finansiella marknaderna på ett markant sätt ställt in sig på att en försvagad global ekonomisk utveckling kommer medföra nya penningpolitiska stimulanser i flera av de större ekonomierna. Denna omställning i förväntningar på centralbankerna är särskilt tydlig gällande Federal Reserve där marknaden positionerat sig för räntesänkningar i närtid, men även för ECB, som väntas hålla nuvarande räntenivå hela prognosperioden.

Flera av centralbankerna har också kommunicerat beredvillighet att utföra politik i enlighet med sina inflationsmålsupdrag.

Vid det penningpolitiska mötet i april valde direktionen, på basis av att inflationstrycket uppfattades som svagare än väntat, och att omvärldsutsikterna mörknat, att justera reporäntebanan i riktning mot en framskjutning av nästa höjning till slutet av året eller början av nästa år. Även takten på höjningarna justerades då ned något.

Sedan aprilmötet har stora kursförändringar noterats i kronan. Först en försvagningsfas som därefter nästan helt reverserats inför dagens penningpolitiska möte. Växelkursförändringar leder emellanåt till intensiva debatter i samhället så jag vill ta tillfället att ge min syn på kronans roll i det ekonomisk-politiska ramverk som Sverige har:

Som ett resultat av att folkomröstningen om svenskt eurointräde slutade i ett nej året 2003 har Sverige fortsatt en rörlig växelkurs, vilket är en ordning som gällt ända sedan 1992. Det medför att Riksbanken stabiliserar köpkraften i svenska kronor via inflationsmålet på 2 procent och inte via att upprätthålla en fast växelkurs mot annan valuta. Det hela är en ordning som bestäms av lagstiftning och inte av Riksbanken på egen hand. Men sammantaget är det ett ekonomisk-politiskt ramverk som följer samma ordning som i många andra små öppna ekonomier och som ser ut att fungera, bland annat sett till att Sverige har hållit sig kring plats 10 i OECD:s välståndsliga de senaste 20 åren. Med detta sagt vill jag också tillägga att jag har förståelse för de företag och hushåll som påverkas kraftigt av kursförändringar och upplever problem. Det är

ovälkommet också för Riksbankens förmåga att bedriva penningpolitik när stora och oväntade svängningar uppstår i växelkursen.

Den ekonomiska statistiken både hos viktiga handelspartners och i Sverige har sedan det penningpolitiska mötet i april utvecklats i stort som Riksbankens prognoser vilket talar för att inte göra någon förändring av penningpolitiken idag. Inflationsutfallen har varit nära prognos och inflationsutsikterna är ungefär som i april. De allra närmaste månaderna kommer emellertid KPIF-inflationen att sjunka betydligt utifrån vad Riksbanken antar om energiprisutvecklingen. Botten väntas nås i september på 1,2 procent. De olika måtten för underliggande inflation, som är mer informativa om varaktigheten i inflationstrycket, väntas däremot utvecklas på ett sätt som är förenligt med inflationsmålet. Jag ser inte den förväntade närtida nedgången i KPIF-inflationen som ett problem utan räknar med att inflationsförväntningarna är tillräckligt förankrade för att inflationsnedgången ska passera utan att problem tillstöter gällande förtroendet för penningpolitiken. Skulle däremot inflationsförväntningarna sjunka markant i Sverige eller andra omständigheter inträffa så som oväntat försämrade aktivetsdata eller svagare framtidstro, kan prognosen för den fortsatta penningpolitiken behöva justeras. Som jag tidigare har framhållit måste prognosen om framtida ränteförändringar prövas mot de ekonomiska utsikterna.

Även om makroläget alltså talar för en oförändrad penningpolitik har omvärldsutvecklingen ökat nedsidesriskerna, det vill säga att utvecklingen blir sämre snarare än bättre än prognosen.

Vi har att göra med en konjunktornormal avmattning och därutöver dämpas efterfrågan av handelskonflikterna. Även om det kom mer optimistiska signaler från det senaste mötet mellan G20-länderna räknar jag med att den förhöjda osäkerheten om handelsrelationerna kvarstår tills vidare.

Förhöjd osäkerhet länge medför en strukturell effekt av handelsoron, nämligen att försämrade handelsvillkor fungerar som en utbudsminskning. Med sämre förutsättningar till gränsöverskridande produktion minskar möjligheterna till specialisering och därmed förutsättningarna för produktivetsförbättringar. Penningpolitik är inte lämplig att hantera utbudproblem utan försämrade handelsförhållanden behöver istället vägas upp av annan ekonomisk politik, till exempel investeringar i humankapital och infrastruktur. På global nivå är det oklart vad den penningpolitiska responsen av reducerad efterfrågan och utbud egentligen kommer att bli. Utan strukturåtgärder som upprätthåller mer långsiktiga tillväxtförutsättningar blir dock pressen på penningpolitiken att upprätthålla efterfrågan problematisk i många länder. Detta särskilt som utrymmet att stimulera ekonomin endast med hjälp av styrräntor har minskat på senare år när det så kallade neutrala ränteläget sjunkit.

Sammantaget är det rimligt med försiktighet från Riksbankens sida. Sverige går bra och penningpolitiken gör sitt jobb att upprätthålla inflationen vid målet och hålla inflationsförväntningarna förankrade. Det är Riksbankens bästa bidrag till samhällsekonomin.

Således ställer jag mig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad och att den nuvarande reporäntebanan utgör en välavvägd penningpolitik för att hålla inflationen kvar vid 2 procentsmålet.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag ställer mig bakom innehållet i utkastet till penningpolitisk rapport, jag stöder förslaget att låta reporäntan ligga kvar på $-0,25$ procent, och att låta räntebanan vara oförändrad, det vill säga en höjning av reporäntan kan tänkas ske under senare delen av andra halvåret 2019, eller tidigt 2020.

Till penningpolitiken hör även hanteringen av statsobligationsportföljen. Vid det penningpolitiska mötet i april beslutade direktionen att från juli 2019 till december 2020 köpa statsobligationer till ett nominellt värde om 45 miljarder kronor. Med dessa köp upprätthåller vi ungefärligen nivån på portföljen. Vår kontinuerliga närvaro på obligationsmarknaden ger oss en god möjlighet att snabbt höja eller sänka köptakten om det finns behov av att ändra penningpolitiken. Utkastet till penningpolitisk rapport innehåller en fördjupning om några tilltänkta förändringar i det penningpolitiska styrsystemet. Förändringarna är av teknisk karaktär och ändrar inte penningpolitikens innehåll.

De bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige som görs i utkastet till penningpolitisk rapport sammanfaller i stora drag med de bedömningar som gjordes i april. Vi ser framför oss en fortsatt ganska god konjunkturutveckling i den globala ekonomin och även hemmavid.

Den globala ekonomin har vuxit snabbt de senaste åren, och går nu in i en fas med lägre tillväxt. Våra prognoser för de kommande åren är i stort sett som i vår förra bedömning, vilket innebär att vi väntar oss en tillväxt på omkring 2 procent kommande år om man ser på de länder som ingår i KIX-index, och omkring 3,5 procent om man ser på världen som helhet. I euroområdet, som står för hälften av KIX-index, har tillväxten varit lägre än i både USA och Sverige, och så fortsätter det under prognosperioden. Inflationstrycket i omvärlden har varit måttligt under senare år, särskilt i euroområdet, men väntas stiga sakta under prognosperioden. En stigande inflationstakt i omvärlden är en viktig utgångspunkt för att den svenska inflationstakten enligt vår prognos ska fortsätta att utvecklas i linje med målet.

Sammantaget är förändringarna i våra siffersatta prognoser inte så stora. Men riskbilden har försämrats sedan det penningpolitiska mötet i april. Handelskonflikten mellan USA och Kina försämrades igen i maj, men efter G20-mötet i Osaka hörs nu mer positiva tongångar. Om det är början på mer stabila handelsrelationer mellan USA och Kina är omöjligt att säga om. USA och Kina står tillsammans för cirka 40 procent av världens BNP och stabila ekonomiska relationer mellan dem är förstås viktigt för den globala ekonomin. Här i Europa har oklarheterna kring Storbritanniens utträde ur EU fortsatt. I euroområdet fortsätter komplicerade samtal mellan den

italienska regeringen och EU. Ett bekymmer är italienska banker, men tyvärr är banksektorn svag även i andra euroländer. Det finns med andra ord ett antal stora risker som kan komma att påverka den ekonomiska utvecklingen på ett signifikant sätt. Men de risker jag nu nämnt är mycket svåra att siffersätta, och byggs in i våra prognoser först när de materialiseras.

För att komma till utvecklingen i Sverige kan man konstatera att den ekonomiska tillväxten under det första kvartalet i år blev oväntat hög, 2,4 procent i kvartalsförändring, uppräknat till årstakt. Prognosen för BNP-tillväxten 2019 är nu 1,8 procent, något högre än bedömningen i april. För 2020–2021 väntas en tillväxt en bit under 2 procent, lite lägre än bedömningen i april. Revideringen beror bland annat på att färre nya bostäder påbörjas. Prognosrevideringarna är förhållandevis små, och bilden av en fortsatt god konjunktur står sig. Arbetsmarknaden har utvecklats starkt under flera år, med arbetskraftsdeltagande och sysselsättning på historiskt höga nivåer.

Inflationen fortsätter att utvecklas i linje med vårt mål om 2 procent. Utfallen sedan det förra penningpolitiska mötet har varit i linje med prognoserna i aprilrapporten. Den senaste observationen gäller inflationen för maj månad, då den årliga procentuella förändringen i KPIF uppmättes till 2,1 procent. Inflationsprognosen för det närmaste året är något nedreviderad bland annat till följd av lägre energipriser. Men prognosändringarna är små och inflationsutsikterna kan sägas vara ungefär oförändrade. Måluppfyllnaden fortsätter att vara god och inflationsförväntningarna indikerar ett gott förtroendet för inflationsmålet.

Utvecklingen av den svenska kronan har överraskat. Efter det penningpolitiska mötet i april försvagades kronan, tvärtemot vår prognos som var att den skulle stärkas. Den nya kronprognosen är svagare än den gamla under hela prognoshorizonten. Jag har tidigare talat om att vi bör se över växelkursanalysen. När det gäller växelkurser behöver man skilja dels mellan nominellt respektive realt, dels mellan bilateralt respektive multilateralt. Vår analys av vart den svenska kronan är på väg handlar mest om hur den sammanvägda utvecklingen kan väntas bli. Och vi börjar då med den reala växelkursen, det vill säga hur relativa prisnivåer uttryckta i samma valuta kan tänkas utvecklas på längre sikt. En fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport går igenom olika sätt att mäta den reala växelkursen och pekar på att olika mått ger lite olika bild. Fördjupningen beskriver också den traditionella modell som brukar användas för att förklara den historiska utvecklingen av reala växelkurser. Den traditionella modellen lyfter fram faktorer som skillnader i tillväxt länder emellan och bytesförhållandet, det vill säga hur priset på ett lands export utvecklas i förhållande till priset på de varor som importeras. Den typen av analys talar för en förstärkning av kronans reala växelkurs under prognosperioden. Eftersom olika mått ger olika slutsatser är det en öppen fråga hur mycket kronan kan tänkas komma att stärkas.

Men för att bättre förstå kronans nominella utveckling, inte minst bilateralt mot euron, tror jag att den traditionella ansatsen dels kan behöva fördjupas med mer detaljerade analyser av bytesbalansens olika komponenter, dels kan behöva kompletteras med andra, mer finansiellt

baserade ansatser. Här tänker jag på förklaringsmodeller som mer explicit tar hänsyn till att de globala finansiella marknaderna har genomgått stora förändringar de senaste decennierna. Omsättningen på olika finansiella marknader har vuxit, samtidigt som det finns tecken på ökad fragmentisering. Ändrade beteenden hos stora globala investerare kan också ha lett till att små valutor som den svenska kronan utvecklas på ett annat sätt än tidigare. Det behövs heller inte så mycket internationell oro som påverkar små valutor och då kan lätt växelkursutvecklingen bli en helt annan än den vi föreställer oss.

Var befinner vi oss i penningpolitiken? I december ifjol höjdes räntan till $-0,25$ procent, efter att ha legat på $-0,5$ procent i knappt 3 år. Skälet till att vi då höjde räntan var att den mycket expansiva penningpolitiken, som även infattade omfattande köp av statsobligationer, hade haft avsedd effekt och inflationen utvecklades i linje med målet om 2 procent. I den reporäntebana som publicerades i december såg vi ytterligare räntehöjningar framför oss, men i en försiktig takt. I april ändrade vi den planen något efter några svaga inflationsutfall och minskade takten på räntehöjningarna. Utvecklingen sedan april har varit i stora drag som vi väntat oss, och reporäntebanan föreslås nu lämnas oförändrad, med långsamma höjningar av reporäntan under prognosperioden. Obligationsköpen under de kommande 18 månaderna innebär att vi håller obligationsportföljen på en någorlunda stabil nivå. I sammanfattning, penningpolitiken förblir mycket expansiv under prognosperioden med ännu ett antal år med negativ realränta.

Men det finns en riskbild som jag varit inne på tidigare. Om marknaderna har rätt kommer de stora centralbankerna kanske att vända penningpolitiken i en mer expansiv riktning. Skulle så ske, får vi vid kommande penningpolitiska möten ta ställning till vad det innebär för den svenska penningpolitiken. Det är alldeles för tidigt att dra några bestämda slutsatser, men man kan konstatera att när till exempel ECB för några år sedan la om penningpolitiken i en mer expansiv riktning var vi i ett annat läge, med låg inflation och låga inflationsförväntningar. Vi är på ett bättre ställe nu, och våra frihetsgrader är därmed större. Prissättningen på räntemarknaden pekar i många länder mot låga, eller lägre, räntor mycket länge. De realekonomiska prognoserna pekar inte i den riktningen. Där ser bilden mycket bättre ut. Hur så påtagligt olika syn på utvecklingen framöver skall jämkas samman är svårt att förutse men pekar fram emot en nog så intressant höst.

Jag vill än en gång avsluta med att åter påminna om riskerna med hushållens höga skuldsättning. I utkastet till penningpolitisk rapport bedöms hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna fortsätta att öka under kommande år, och det gör dem ännu mer känsliga för olika slags oväntade förändringar. Den stigande skuldsättningen hänger ihop med utvecklingen på bostadsmarknaden. För att komma till rätta med dessa risker och de strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden behövs åtgärder inom bostads- och skattepolitiken. Utan reformer och med en fortsatt skuldexpansion ökar riskerna hela tiden i ekonomin samtidigt som

makrotillsynsåtgärderna då behöver skärpas och penningpolitiken måste ta ökad hänsyn till riskbilden. Det blir då en policymix som är långtifrån "first best".

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid -0,25 procent.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms under 2019 komma uppgå till 2,0 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Prognosen är oförändrad sedan april månads penningpolitiska rapport. För 2020 och 2021 är prognosen för vardera året också 2,0 procent. Den KIX-vägda inflationen bedöms enligt utkastet till penningpolitisk rapport bli 1,9 procent under 2019. Även i detta fall är prognosen oförändrad jämfört med den penningpolitiska rapporten i april. Prognoserna för 2020 och 2021 är 1,9 procent respektive 2,0 procent. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden vara densamma under 2019 och 2020 för att stiga något 2021. Sammantaget anser jag att detta måste betraktas som en god internationell utveckling.

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i maj låg den årliga ökningstakten för KPIF på 2,1 procent. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De senaste 26 månaderna har den återfunnits i intervallet 1,7–2,5 procent. Den genomsnittliga inflationstakten under dessa 26 månader har varit 2,1 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer vara 1,7 procent i årstakt under 2019. Under 2020 bedöms KPIF att öka med 1,8 procent i årstakt, under 2021 med 1,9 procent. Visserligen är detta en nedrevidering för 2019 jämfört med april, men jag anser att detta är inom felmarginalen och att måluppfyllelsen fortfarande är god!

Junimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 1,9 procent. De senaste 42 månaderna har medeltalet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Inflationsförväntningarna är väl förankrade!

Vi har det senaste året fått ännu ett exempel på osäkerheten förknippad med enstaka observationer av makroekonomiska nyckelvariabler. BNP-utfallet för tredje kvartalet 2018 var svagt. Men när BNP-data för fjärde kvartalet 2018 publicerades var utfallet starkt. Sedan det förra penningpolitiska mötet har BNP-data för första kvartalet 2019 publicerats. Även i detta fall är utfallet starkt. I utkastet till penningpolitisk rapport revideras nu prognosen för BNP-tillväxten under 2019 upp till 1,8 procent från 1,7 procent i april. Samtidigt ska sägas att det sker en nedrevidering för 2020.

Enligt den senaste Arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i maj på 6,8 procent (ej säsongrensad). Det är högre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg

på 6,5 procent. Även om enstaka månadssiffror ska tolkas med försiktighet är slutsatsen att AKU-arbetslösheten har bottnat.

Samtidigt tycker jag att det är viktigt att även se på andra arbetslöshetsmått när man tolkar AKU. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I maj 2019 låg andelen öppett arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,6 procent. Det är något högre än samma månad ett år tidigare då andelen låg på 2,4 procent. Några tiondelar av en procent hit eller dit spelar ingen större roll, men kvalitativt är det intressant att den nedåtgående trend som vi har sett under flera år nu har brutits. Trendbrottet understryker att arbetslösheten nu har bottnat.

Arbetslösheten är dock enligt min mening fortfarande på en för hög nivå. Idag handlar det dock främst om att få ner arbetslösheten för utrikes födda. Och då är det inte i första hand en fråga för allmän efterfrågepolitik utan om arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker de arbetslösas humankapital och sänker kostnaderna för att anställa dem.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden: Min utgångspunkt är att penningpolitiken inte kan få styras av att inflationen enstaka månader varierar några tiondelar hit eller dit kring 2 procents inflation. Nu har inflationen under en längre tid varit kring målet på 2 procent såväl i utfall som i förväntningar. Detta var i december 2018 de avgörande argumenten för mig för att det var tid att börja höja reporäntan.

Den räntebana som beslutades i december 2018 innebar ungefär två räntehöjningar per år under de kommande åren med en första höjning under andra halvåret 2019. Vid det penningpolitiska mötet i april såg jag inga avgörande skäl att frånga detta eftersom inget talade emot det program vi lade i december. Därför hade jag föredragit att lämna reporäntebanan oförändrad vid aprilmötet.

Marknadsreaktionerna på det penningpolitiska beslutet i april att frånga decemberplanen genom att flytta fram räntebanan och att dessutom fortsätta med köpen av statsobligationer blev starka. Kronans växelkurs försvagades kraftigt. Det är inte förvånande eftersom en av kanalerna som penningpolitiken verkar genom är växelkurskanalen. Och eftersom den penningpolitiska omläggningen överraskade blev också växelkurseffekterna starka.

När jag nu ser utvecklingen sedan april anser jag, som vid det penningpolitiska mötet i april, att det inte har kommit data som ger anledning att göra penningpolitiken mer expansiv. Utkastet till penningpolitisk rapport prognosticerar en inbromsning i både Sverige och internationellt, men detta var inkorporerat i prognoserna redan i december. Och handelskrig, Storbritanniens utträde ur EU, italiensk ekonomi etcetera var osäkerheter redan i december och innebär inga nyheter. Det kommer alltid, vid varje penningpolitiskt möte, finnas företeelser som ger upphov till osäkerhet. Jag kan inte tänka mig en situation då framtiden i alla avseenden är säker. Osäkerhet

är något som ekonomisk politik alltid behöver leva med. Om man så vill kommer det alltid finnas något att ängslas för.

Mot bakgrund av dessa resonemang anser jag därför att det vid detta penningpolitiska möte är lämpligt att lämna reporäntan oförändrad. Även om jag fortfarande skulle föredra räntebanan från december i fjol kan inte det som har gjorts göras ogjort. Jag reserverar mig därför inte på denna punkt. Samtidigt vill jag säga att det för mig är en öppen fråga om en räntehöjning enligt min mening skulle kunna vara aktuell redan vid septembermötet eller vid oktobermötet.

Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport kan jag denna gång ställa mig bakom.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 10 juli 2019.
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A.
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 3 juli 2019 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 12 juli 2019 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