



Penningpolitiskt protokoll

September 2019

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 4 september 2019 beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Liksom tidigare indikerar prognosen för reporäntan att räntan höjs mot slutet av året eller i början av nästa år. Låga räntor i omvärlden och ett försämrat stämningssläge innebär dock att reporäntan därefter väntas höjas i en långsammare takt, jämfört med bedömningen i juli.

Ledamöterna ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Efter flera år med hög tillväxt har svensk ekonomi gått in i en lugnare fas, vilket sedan en tid tillbaka också legat i Riksbankens prognoser. Resursutnyttjandet dämpas men är fortsatt högre än normalt och inflationen har legat nära inflationsmålet på 2 procent sedan början av 2017. Enligt vissa mått har de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit något i år, men den samlade bilden är att de är nära 2 procent. Utvecklingen för inflationen har varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser och det talar för att i dagsläget hålla fast vid den tidigare kommunicerade penningpolitiken för det närmaste halvåret.

Även om realekonomin och inflationen i omvärlden i stort sett utvecklats som väntat så betonade ledamöterna att stämningssläget har försämrats och att risken för en snabbare avmattning har ökat. Detta är bland annat kopplat till den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina och osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU. Flera ledamöter framhöll att marknadsräntorna fallit påtagligt under året och att förväntningarna på penningpolitiken blivit allt mer expansiva. Flera centralbanker har också sänkt sina styrräntor eller kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv. Marknadsprissättningen tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig mycket stora penningpolitiska stimulanser.

Den ökade oron i världsekonomin och ett ränteläge som förväntas vara lågt under längre tid gör att ledamöterna bedömer att räntan behöver höjas i en långsammare takt framöver, jämfört med bedömningen i juli.

Samtliga ledamöter ställde sig bakom prognosen för reporäntan. En ledamot var tveksam till prognosen att räntan höjs mot slutet av året eller i början av nästa år, men reserverade sig ändå inte mot reporäntebanan. Flera ledamöter betonade att även om Riksbanken inte kan agera oberoende av omvärldsutvecklingen så befinner sig Sverige ur många aspekter i ett mer gynnsamt läge jämfört med omvärlden, med en fortsatt ganska stark konjunktur och en inflation som varit nära målet under en längre tid. Riksbanken har därmed något större utrymme än tidigare att avvika från omvärldens penningpolitik. Ett par ledamöter lyfte fram utvecklingen på bostadsmarknaden och riskerna med hushållens höga skuldsättning vilket utgör en sårbarhet för svensk ekonomi.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2019-09-04
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, ordförande, riksbanksfullmäktige
Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige

Meredith Beechey Österholm
Vesna Corbo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Pia Fromlet
Anders Gånge
Jesper Hansson
Jens Iversen
Kristian Jönsson
Maria Kindborg
Henrik Lundvall
Ann-Leena Mikiver
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3A)
Åsa Olli Segendorf
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Anders Vredin
Fredrik Wallin (§ 1-3A)
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3A)
Gary Watson

John Rwangombwa, Governor – National Bank of Rwanda
Thomas Kigabo, Chief Economist – National bank of Rwanda

Det antecknades att Pia Fromlet och Henrik Lundvall skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Ingrid Wallin Johansson, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Det har varit en händelserik sommar på de finansiella marknaderna. Geopolitiska risker och risker för en global konjunkturavmattning samt förväntningar om betydligt mer penningpolitisk stimulans på många håll i världen har fortsatt att påverka utvecklingen på finansiella marknader sedan det penningpolitiska mötet i juli. Det noterades också att turbulensen kring Storbritanniens EU-utträde har ökat sedan i juli, men att den direkta påverkan främst har varit på tillgångar med brittisk koppling såsom pundet. Samtidigt har det politiska läget i Italien, med den förestående regeringsbildningen, resulterat i lägre ränteskillnader mellan Italien och Tyskland.

Aktiekurser och ränteskillnader mellan företagsobligationer och statsobligationer har trots marknadsturbulens inte uppvisat någon tydlig trend på sistone. Volatiliteten på aktiemarknaderna har visserligen varit högre under augusti jämfört med de närmast föregående månaderna, men uppgången har inte varit dramatisk. Samtidigt har nedgångarna i aktieindex varit rätt begränsade. Ränteskillnader mellan företagsobligationer och statsobligationer har inte heller noterat någon större förändring under sommaren. Stabiliteten på marknaden kan troligtvis kopplas till förväntningar om att centralbankerna ska fortsätta stötta konjunkturer med mer penningpolitisk stimulans. Dessutom finns det tecken på att investerare söker sig till mer riskfyllda tillgångar i en miljö där avkastningen på säkrare tillgångar är låg.

På räntemarknaden finns desto fler orossignaler. Fallet i marknadsräntor har tilltagit under sommaren. Statsobligationsräntor med långa löptider har i många länder fallit till de lägsta nivåerna någonsin. Räntorna på svenska statsobligationer har för samtliga löptider periodvis legat under nollstrecket. Det har också uppmärksammats att den amerikanska avkastningskurvan för statsobligationer är inverterad mellan två och tio års löptid, något som tolkats som en signal om ökad recessionsrisk.

Den försämrade riskbilden har även inneburit att efterfrågan på säkra tillgångar som exempelvis guld har ökat, vilket drivit upp guldpriset till den högsta nivån på sex år. Valutor som betraktas som speciellt säkra i orostider, exempelvis schweizerfranc, den japanska yenen och den amerikanska dollarn, har stärkts. Den svenska kronan är svagare sedan julimötet och ligger i dagsläget nära de svagaste nivåerna sedan finanskrisen.

Marknaden har sedan ett antal månader tillbaka förväntat sig mer penningpolitisk stimulans globalt. Detta har börjat materialiseras under sommaren. Den amerikanska centralbanken,

Federal Reserve, sänkte styrräntan med 0,25 procentenheter i juli och marknaden förväntar sig ytterligare ett flertal sänkningar i år och nästa år. Även den Europeiska centralbanken (ECB) förväntas komma med mer expansiva åtgärder i september, exempelvis lägre styrräntor, återupptagna obligationsköp och skiktade inlåningsräntor i centralbanken.

Inför detta penningpolitiska möte är förväntningarna från marknadsaktörerna att reporäntan lämnas oförändrad och att reporäntebanan sänks. Marknaden tror inte på reporäntehöjningar i Sverige i år eller nästa år utan terminspriseringen indikerar hög sannolikhet för sänkningar under nästa år. Majoriteten av analytikerprognoserna indikerar en oförändrad reporänta fram till och med 2020.

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 19, 20, 23 och 26 augusti. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett möte med direktionen den 28 augusti.

Två frågor har diskuterats särskilt ingående i beredningen. Den första gäller nedgången i stämningssläget bland företag och hushåll som skett i många länder och den därtill kopplade osäkerheten om konjunkturutsikterna i omvärlden. Visserligen har flera stora ekonomier under det första halvåret i år vuxit i en takt som är ungefär i linje med tidigare prognoser. Men förtroendet bland inköpschefer i USA och bland företag i euroområdet har under det senaste året sjunkit påtagligt. En orsak till nedgången är förmodligen oron kring de pågående handelskonflikterna, och risken att dessa kan komma att trappas upp.

De nivåer på förtroende som nu uppmätts, och som ligger under ett historiskt medelvärde, pekar på att tillväxten i omvärlden framöver kommer att bli något lägre än normalt. Hansson framhöll dock att denna typ av mätningar inte utgör någon bra indikator på tillväxten på längre sikt. Men han poängterade samtidigt att man nu noga måste följa hur stämningssläget utvecklas framöver och att eventuella ytterligare, betydande nedgångar i viktiga förtroendemätningar inte är förenliga med den omvärldsprognos som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den andra frågan som ägnats särskild uppmärksamhet i beredningen är de sjunkande räntorna i omvärlden och i Sverige. Ett ganska stort antal utländska centralbanker har aviserat att penningpolitiken framöver kommer att bli mer expansiv och i flera länder har man redan fattat beslut om lägre styrräntor. Räntorna på statsobligationer har också sjunkit runt om i världen och

bland investerare har förväntningarna på framtida styrräntor justerats ned betydligt. Svagare konjunktursignaler, en försämrad riskbild och sjunkande inflationsförväntningar är faktorer som förmodligen har bidragit till denna utveckling.

Det försämrade stämningläget och de lägre räntorna har föranlett revideringar i det prognosförslag som finns i utkastet till penningpolitisk rapport. De kommande kvartalets tillväxt i USA och i euroområdet väntas nu bli något lägre jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Men på längre sikt görs inga revideringar i den konkurrensvägda tillväxten i omvärlden. En bidragande orsak är att den sammanvägda styrräntan i omvärlden skrivs ned med mellan 0,20 och 0,35 procentenheter de kommande åren, enligt prognosförslaget.

I Sverige bedöms konjunkturen vara fortsatt stark, även om den mattats av något det senaste året. Arbetslösheten har tidigare fallit under en lång rad av år, men på senare tid har den utvecklingen avstannat och i juli steg den säsongsrensade arbetslösheten till 7,1 procent. Denna jämförelsevis höga nivå bedöms dock vara tillfällig och enligt prognosförslaget väntas arbetslösheten stiga svagt från 6,3 procent 2018 till strax under 7 procent i mitten av 2022.

BNP-tillväxten blev något lägre än väntat under det andra kvartalet och investeringarna utvecklades svagt. Konjunkturinstitutets samlade barometerindikator har fallit och är nu på en nivå som är något lägre än det historiska genomsnittet. I prognosförslaget är BNP-tillväxten för 2019 nedreviderad till 1,5 procent, från 1,8 procent i juliprognosen. Enligt Hanssons bedömning finns det i nuläget inga skäl att tro på ytterligare stora fall i förtroendet bland svenska hushåll och företag. Men även här finns det skäl att noga följa utvecklingen; det nu liggande prognosförslaget utgår från att stämningläget framöver stabiliseras.

Inflationen mätt med KPIF har på senare tid fallit något, i linje med Riksbankens tidigare prognos. I juli var den årliga prisökningstakten 1,5 procent, men olika mått på den underliggande inflationen ligger närmare 2 procent. Priserna på drivmedel och el bidrar i nuläget till att pressa ned KPIF-inflationen och i september väntas ytterligare fall i prisökningstakten. Men enligt prognosförslaget blir inflationen högre igen mot slutet av året och ligger under kommande år nära 2 procent. Till stöd för denna bedömning anfördes höga uppmätta prisplaner bland företag inom handeln och tidigare försvagningar av kronans växelkurs. På längre sikt väntas även en något högre löneökningstakt medverka till ett högre kostnadstryck.

Hansson underströk, avslutningsvis, att det framlagda prognosförslaget bygger på den penningpolitik som förväntas samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Antagandet är att reporäntan idag lämnas oförändrad på -0,25 procent och att reporäntebanan indikerar en höjning i slutet av året eller i början av nästa år. Förslaget till reporäntebana innebär att räntan därefter höjs i långsammare takt jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten från

juli. De viktigaste skälen till detta är det försämrade stämmningsläget, osäkerheten om den fortsatta konjunkturutvecklingen och de lägre räntorna i omvärlden. Prognosförslaget för konjunktur- och inflationsutvecklingen grundas dessutom på det beslut som direktionen fattade i april och som innebär att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 köper statsobligationer för ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent och förslaget till prognos för reporäntebanan.

Därutöver tänker jag kommentera omvärldsekonomin, finansmarknadsutvecklingen och den svenska ekonomin i de avseenden som dessa har haft störst betydelse för mina ställningstaganden.

Både omvärlden och svensk ekonomi har gått in i en lugnare tillväxtfas, vilket är ett förlopp som Riksbanken har prognostiserat sedan en tid tillbaka.

Sedan det förra mötet har realekonomin och inflationen utvecklats ungefär som väntat men stämmningsläget i form av den uppmätta framtidstron hos företag och hushåll har försämrats i både omvärlden och Sverige.

Inom näringslivet hos Sveriges viktiga handelspartners är det tydligt att det sker en nedväxling i tillverkningsindustrin, mycket på grund av de upptrappade handelskonflikterna mellan Kina och USA. Även tilltagande risker för att Storbritanniens utträde ur EU kommer att ske utan avtal tynger industrin i omvärlden. Samtidigt ska man ha i åtanke att aktiviteten inom tjänstesektorn så här långt är relativt opåverkad. Liknande mönster återfinns i svenska mätningar.

På finansmarknaderna råder det en dragkamp mellan å ena sidan oron för tilltagande negativa effekter till följd av handelskonflikten mellan USA och Kina och å andra sidan beskedet från ett flertal centralbanker om mer expansiv penningpolitik.

Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar att marknadsaktörerna förväntar sig en betydande global konjunkturförsämring och att centralbankernas respons, särskilt den amerikanska, blir kraftig. Dessa förväntningar illustreras i diagram 2:1 i utkastet till penningpolitisk rapport. Att döma av tidigare kommunikation och marknadsförväntningar väntas även ECB komma med vissa lättnader. Enligt min bedömning har marknadsräntorna i flertalet länder fallit i en omfattning som inte fullt ut avspeglas i den faktiska ekonomiska utvecklingen.

Den bilden stöds av att konjunkturbedömare generellt visserligen har reviderat ned sina prognoser, men inte i den omfattning som skulle motivera nuvarande mycket låga räntor. Min tolkning av den senaste tidens utveckling på räntemarknaden är att den dels speglar försvagade konjunkturutsikter och dels tar ut ett negativt scenario för en överraskande svag tillväxt. Ett sådant negativt scenario skulle vara drivet av handelskonflikterna och kan förvärras av globala svårigheter att nå samsyn om lämpliga stabiliseringsåtgärder.

Vad gäller den ekonomiska aktiviteten i Sverige är resursutnyttjandet fortsatt högre än normalt. Inflationen har varit vid målet på 2 procent sedan början av 2017, således i drygt två år. Sedan bedömningen i juli har två utfall för inflationen kommit, vilka båda varit i linje med Riksbankens prognos. Inflationen, mätt som KPIF, har till följd av lägre ökningstakt i energipriser sjunkit och noterades till 1,5 procent i juli. Det var något högre än Riksbankens förra prognos som publicerades i början av juli. Den förväntade nedgången, som enligt dagens prognos bottnar på 1,3 procent i september och därmed förblir inom variationsbandet, ser jag inte som ett problem för penningpolitiken att agera på. Det beror på att inflationsförväntningarna i Sverige är så pass förankrade att ekonomins aktörer väntas bortse från nedgången. Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar vidare att inflationstrycket ligger kvar nära målet på 2 procent.

Bedömningen av vad som blir en lämplig penningpolitik kompliceras dock av en ganska motsägelsefull bild. Det ekonomiska nuläget är gynnsamt i stora delar av världen och Sverige. Med inflationen vid målet, förankrade inflationsförväntningar och ett resursutnyttjande över sin normala nivå är det rimligt att fortsätta med gradvisa svenska räntehöjningar enligt tidigare prognos. Sett till konjunkturutsikterna och riskbilden behöver prognosen om framtida ränteförändringar dock justeras.

Ytterligare penningpolitisk stimulans i omvärlden och låga räntor under längre tid framöver är en förutsättning för att det globala tillväxtförloppet ska kunna utvecklas ungefär som Riksbanken föreställer sig. För mig är det därför rimligt att anpassa reporäntebanan så att den speglar att framtida räntehöjningar kommer att ske i en långsammare takt.

Hade vi haft en inflation långt under målet på 2 procent och inflationsförväntningar en bra bit under inflationsmålet hade det varit starka skäl för att snabbt lägga om politiken och signalera oförändrad reporänta länge eller till och med reporäntesänkningar. Men så är inte fallet, utan jag anser att dagens justering av reporäntebanan är tillräcklig och att vi har en flexibilitet att följa i vilken utsträckning olika riskfaktorer materialiseras. Svensk penningpolitik har inte samma utmaningar som euroområdet, där inflationsförväntningarna enligt marknadsbaserade mått varit låga länge och börjat sjunka och där penningpolitikens transmissionsmekanism behöver stödjas i form av likviditetsåtgärder till banksystemet.

Jag förväntar mig att dagens räntebeslut, när det blir offentligt, som alltid blir omdiskuterat. Men reaktionerna blir kanske extra starka denna gång eftersom ett flertal bedömare ställt in sig på att det inte blir några räntehöjningar åtminstone det närmaste året. Samtidigt är åsiktsskillnaderna stora mellan olika typer av bedömare. Banker och investerare förväntar sig oförändrad styrränta i närtid och höjningar senare under prognosperioden, medan priserna på räntemarknaden indikerar hög sannolikhet för sänkningar. Läget är alltså svårbedömt.

Med dagens beslut anser jag att Riksbanken använder den flexibilitet som kommer med att vi har måluppfyllelse för inflationen och förankrade förväntningar.

För att sammanfatta mitt inlägg går konjunkturen som väntat in i en lugnare fas. Inflationen är nära målet. Därför är det rimligt att behålla nuvarande inriktning för penningpolitiken det närmaste halvåret framöver och höja räntan mot slutet av året eller i början av nästa år. Men samtidigt tar jag intryck av att utvecklingen för omvärlden är betingad på en mer expansiv penningpolitik över en längre tidsperiod vilket också svensk penningpolitik till viss del behöver anpassa sig till.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har två nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Inflationsutfallen avser juni och juli. Precis som i april och maj låg utfallen nära Riksbankens prognos. KPIF-inflationen exklusive energipriser, som kan ses som ett mått på den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten, hamnade i juli på 1,7 procent, vilket var en liten nedgång jämfört med juni då den uppgick till strax under 1,9 procent. Med energipriserna inräknade var juni- och juliutfallet 1,7 respektive 1,5 procent. Sedan juni månad är skillnaden mellan KPIF-inflationen med och utan energipriser negativ, vilket har att göra med att både energipriserna bidrar mindre till prisutvecklingen och den mer underliggande inflationen gradvis stiger.

Att det finns en trend uppåt i prisökningarna syns inte bara i KPIF-inflationen exklusive energipriser utan även i Riksbankens övriga mått på den underliggande inflationen. Genomsnittet för medianen för Riksbankens olika mått på underliggande inflation är hittills i år knappt 1,9 procent, att jämföra med 1,6 procent under fjolåret. I juli uppgick medianen till 1,8 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 juli på 1,8 respektive 2 procent.¹

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

De nya utfallen för inflationsförväntningarna, så som de mäts i Prosperas månads- och kvartalsvisa enkätundersökningar, utgörs av månadsundersökningarna för penningmarknadens aktörer i juli och augusti. Här finns dessvärre en del inslag som oroar. Att de mer kortsiktiga förväntningarna faller något är kanske inte så förvånande med tanke på att dessa brukar påverkas mycket av den aktuella inflationsutvecklingen, som ju nu försvagas. Men att även de femåriga inflationsförväntningarna har börjat leta sig nedåt är mer bekymmersamt. För penningmarknadens aktörer har förväntningarna på fem års sikt under året följt en svagt nedåtsluttande trend, med successivt allt större nedgångar de senaste månaderna. Noteringen i augusti på just över 1,8 procent är visserligen fortfarande hyggligt nära inflationsmålet men utvecklingstendensen är inte bra och gör att man kan befara ytterligare nedgångar framöver.²

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har ingen ny undersökning av arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar gjorts. Den senaste undersökningen, som kommer från juni, redovisade förväntningar som på fem års sikt låg på, eller strax över, 2 procent för både arbetsgivar- och arbetstagarorganisationerna. Eftersom det är mycket viktigt att arbetsmarknadsorganisationerna betingar sina kommande avtalsförhandlingar på att Riksbanken klarar sitt inflationsmål finns i det här läget, så som jag ser det, inget utrymme för några större fall i dessa förväntningar. Den fortsatta utvecklingen av inflationsförväntningarna, och framför allt då av arbetsmarknadsorganisationernas mer långsiktiga förväntningar, kommer att spela stor roll i mina penningpolitiska överväganden framöver.

Den summering jag gör av utvecklingen i inflationen och inflationsförväntningarna sedan vårt möte i juli ger en aktuell inflationsbild som alltså är ganska hygglig men som inte är utan problem. Men det förtjänar att betonas att farhågorna kring inflationsförväntningarna trots allt inte är jämförbara med dem som förelåg i slutet av 2014 och början av 2015. Då var nedgången i de långsiktiga förväntningarna större, inflationen hade understigit inflationsmålet rejält i flera år och det var svårt att förstå skälen till de stora målavvikelseerna. Nu har istället inflationen varit i linje med målet i cirka två och ett halvt år och den senaste tidens nedgång är temporär och har funnits i våra prognoser under en längre tid. Det betyder inte att man kan blåsa faran över när det gäller utvecklingen av inflationsförväntningarna. Att jag definitivt inte gör det borde också tydligt framgå av det jag säger här. Men det finns heller inte, i det här läget, skäl till att omedelbart få panik. Det viktiga är att följa utvecklingen noga och, som jag just var inne på, ha beredskap att agera bestämt om mer allvarliga förtroendeproblem skulle uppstå.

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

Jag går med detta över till att diskutera prognosen för inflationen. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli är prognosrevideringarna som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport sammantaget små. Det gäller såväl KPIF-inflationen som KPIF-inflationen exklusive energipriser. Det är emellertid viktigt att notera att prognoserna nu bygger på ett antagande om en lägre reporänta än tidigare. Förslaget i rapportutkastet är att justera ned reporäntebanan med 0,15 procentenheter i slutet av 2020, med knappt 0,40 procentenheter i slutet av 2021 och med cirka 0,50 procentenheter i slutet av prognosperioden. På kort sikt, fram till sommaren nästa år, är dock räntebanan mer eller mindre oförändrad. Att det nu krävs en mer expansiv penningpolitik för att åstadkomma i stort sett samma inflationsutsikter har att göra med ett tydligt försämrat stämningssläge, framför allt i delar av omvärlden men i viss utsträckning även i Sverige, som utan ytterligare stimulanser hade inneburit en svagare ekonomisk utveckling. Jag ställer mig bakom makroprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

Förslaget i rapportutkastet att ganska rejält sänka reporäntebanan uppfattar jag i det här läget som rätt sak att göra. Men på kort sikt, där räntebanan i stort sett är oförändrad, är utgångspunkten alltså att ytterligare en räntehöjning ska kunna genomföras, mot slutet av året eller i början av nästa år. Det antagandet har jag betydligt svårare för.

Våra prognoser tyder visserligen på att det ska gå bra att klämma in en sådan höjning, inflationen väntas ju när allt kommer omkring vara i linje med inflationsmålet under kommande år. Men i närtid spås ändå inflationen ligga kvar ganska tydligt under målet – genomsnittet för KPIF-inflationen under resten av 2019 är knappt 1,6 procent och under 2020 cirka 1,7 procent – och det är knappast så att det föreligger några mer bekymmersamma uppåtrisker som gör att man nu behöver känna sig stressad. Sett till inflationsprognosen hade det alltså gått lika bra att avstå från en höjning av reporäntan kring årsskiftet och, om utsikterna i stort sett står sig och man inte vill ändra storleken på den sammanlagda ränteuppgången under prognosperioden, satsa på att istället höja räntan lite mer senare. Med tanke på den snabba försämringen av stämningssläget och av riskbilden som skett sedan i juli tycker jag att en sådan penningpolitisk plan i grunden är mer tilltalande för en liten, handelsberoende ekonomi som den svenska.

En aspekt att fundera på i det här sammanhanget är vad konsekvenserna blir av att både Federal Reserve och ECB ökar sina penningpolitiska stimulanser medan vi i Sverige, om den aviserade reporäntehöjningen genomförs, går åt motsatt håll. Jag delar i och för sig uppfattningen som uttryckts av några i direktionen att det i den svenska penningpolitiken nu finns större frihetsgrader än tidigare och att vi inte måste följa vad Federal Reserve och ECB gör 1:1, så som jag tror att Stefan formulerade det. Men att Riksbanken och världens ledande centralbanker i stort sett samtidigt ändrar sin penningpolitik åt helt olika håll hör ändå till det ovanliga och förtjänar nog en reflektion och beredskap att det kan föra med sig något som vi inte riktigt har

räknat med. En av frågorna som här finns i förlängningen är förstås hur det kan tänkas påverka den svenska växelkursen.

Trots dessa betänkligheter väljer jag idag att inte formellt reservera mig mot penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Att jag inte gör det hänger samman med att höjningen av reporäntan ju ännu inte är beslutad, utan bara är en prognos på hur vi tror att vi kommer att agera om ett antal månader, och att jag tycker att reporäntebanan i övrigt är rimlig.

Den nya bedömningen av reporäntan i slutet av prognosperioden, i genomsnitt knappt 0,4 procent under tredje kvartalet 2022, innebär att den sammanlagda revideringen av styrränteprognoserna för Sverige och omvärlden³ sedan april i princip är lika stor. Räntebanan innebär en försiktigt stigande ränta under åren som kommer, med i genomsnitt knappt en räntehöjning per år när vi väl höjt räntan till 0 procent. Om höjningen mot slutet av året eller i början av nästa år inte genomförs men slutpunkten för banan ändå ligger fast blir slutsatsen att räntan istället förväntas höjas med i genomsnitt drygt en räntehöjning per år. Det tycker jag är en rimlig plan för penningpolitiken i dagsläget.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad idag, förslaget till prognos för reporäntans lämpliga utveckling framöver och övriga prognoser och bedömningar i utkastet till penningpolitisk rapport.

Efter vårt penningpolitiska möte i juli har realekonomin och inflationen i omvärlden utvecklats ungefär i linje med Riksbankens prognos. Men samtidigt har handelskonflikten mellan USA och Kina trappats upp, risken att Storbritannien ska lämna EU utan ett utträdesavtal på plats har ökat och flera internationella förtroendeindikatorer har försvagats. Det internationella stämningssläget har tydligt försämrats, inflationsförväntningarna har i flera länder sjunkit och förväntningarna på penningpolitiken har blivit allt mer expansiva. Marknadsräntorna har fortsatt att sjunka och är nu betydligt lägre än för ett år sedan.

I Sverige blev BNP-tillväxten för andra kvartalet enligt de preliminära beräkningarna lite svagare än vår prognos och även arbetslösheten har under sommaren utvecklats svagare än väntat. Inflationen har däremot blivit lite högre än vår prognos. Även i Sverige har marknadsräntorna fortsatt att falla.

³ Detta avser den KIX-vägda omvärlden, det vill säga de viktade styrränteprognoserna för euroområdet, USA, Norge och Storbritannien.

Jag vill inledningsvis göra några allmänna kommentarer kring det ekonomiska läget i omvärlden och Sverige.

För det första är det viktigt att påpeka att en svagare konjunktur inte nödvändigtvis betyder att det blir lågkonjunktur. I Sverige är resursutnyttjandet fortfarande högt. Sysselsättningsgraden har under en rad år ökat snabbare än våra prognoser och är nu mycket hög. Det är fortfarande brist på arbetskraft och höga vakansgrader i många branscher. Även byggandet väntas förbli högre än ett historiskt snitt de kommande åren trots en dämpning från toppåret 2017. I vår prognos förblir det svenska resursutnyttjandet högre än normalt de kommande åren.

För det andra är förstas tecknen på fallande inflationsförväntningar oroande. Det här gäller särskilt euroområdet där inflationstrycket fortfarande är problematiskt svagt. ECB har signalerat att ytterligare penningpolitiska stimulanser är att vänta under hösten. Allt tyder alltså på att omvärldsrentorna kommer att förbli mycket låga framöver. I Sverige förefaller förtroendet för inflationsmålet vara lite starkare och dessutom visar Riksbankens olika mått på underliggande inflation att inflationstrycket har stigit de senaste åren. Svensk penningpolitik behöver utformas med hänsyn till det allt lägre internationella ränteläget. Men inflationsproblemen är inte längre lika stora i Sverige som i euroområdet och vi behöver inte följa varje steg som ECB tar.

För det tredje menar jag att planeringen för en svagare inflationsutveckling inte ska vara densamma som planeringen för en svagare konjunktur. Riksbanken ansvarar för prisstabiliteten och att förtroendet för inflationsmålet består. Vid en eventuell konjunktursvacka behövs däremot såväl expansiv finans- som penningpolitik. Penningpolitiken har fortfarande kraftfulla verktyg för att hantera olika marknadsmisslyckanden som kan uppstå i en recession. Men från dagens nivåer på räntor, kreditgivning och växelkurs kan penningpolitikens allmänna konjunkturstimulans knappast bli ännu starkare.

För det fjärde har nedgången i såväl korta som långa marknadsräntor varit anmärkningsvärt stor det senaste året. Visserligen har centralbankerna samtidigt kommunicerat att penningpolitiken kommer att bli mer expansiv än de tidigare hade planerat, och flera har dessutom sänkt sina styrräntor de senaste månaderna, men inte på ett sätt som motsvaras av den förändrade marknadsprissättningen. Å ena sidan medför den aggressiva marknadsprissättningen att de finansiella förhållandena blivit mer expansiva vilket bidrar till att stabilisera den internationella konjunkturen när stämmningsläget försämras. Å andra sidan finns det en förhöjd osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen tills spänningen mellan marknadsprissättningen och centralbankernas kommunikation löses upp.

Slutligen, och relaterat till den föregående kommentaren, är det inte enbart den styrränta Riksbanken sätter och den reporänteprognos Riksbanken presenterar som avgör hur expansiv

penningpolitiken blir. Genomslaget på marknadsräntor och växelkurs beror även på hur trovärdig Riksbankens kommunikation är och hur marknadens förväntningar på framtida penningpolitik utvecklas. Under året har räntorna sjunkit kraftigt. Prissättningen på räntemarknaden tyder på att man förväntar sig en betydligt mer expansiv penningpolitik än vad Riksbanken har kommunicerat. Räntan på 10-åriga statsobligationer är rekordlåg och räntan på kortare statsobligationer är idag lägre än för ett år sedan trots att reporäntan har höjts däremellan. Marknadsprissättningen tyder nu på att man förväntar sig att Riksbanken ska sänka snarare än höja reporäntan i vinter. Även växelkursförsvagningen det senaste året är svår att förena med hur den penningpolitik som Riksbanken har implementerat och kommunicerat förhåller sig till omvärldens penningpolitik. Riksbanken har under den här perioden höjt styrräntan en gång och signalerat att ytterligare någon eller några höjningar är att vänta, medan många andra centralbanker har sänkt sina styrräntor och/eller indikerat att ytterligare sänkningar kan komma.

Låt mig nu mot bakgrund av de här kommentarerna resonera kring några alternativ för vår penningpolitik.

Borde vi inte börja planera för en räntesänkning i stället för att hålla fast vid planerna på en räntehöjning i närtid? Nu blir ju konjunkturen svagare samtidigt som nedsidesriskerna fortfarande dominerar för inflationen och inflationsförväntningarna. Jag anser att argumenten mot en sådan penningpolitik är starka. Resursutnyttjandet är fortfarande ganska högt. Trots att vi väntar oss en avmattning av konjunkturen ser vi inte en lågkonjunktur framför oss. Dessutom måste man fråga sig vad vi skulle kunna uppnå med en räntesänkning. När styrräntan redan är -0,25 procent skulle genomslaget till utlåningsräntor förmodligen bli begränsat. Den dominerande effekten skulle i stället komma genom en försvagning av växelkursen. Men kronan är redan svag. En ytterligare kronförsvagning skulle ge upphov till onödig volatilitet och osäkerhet kring växelkursens, och i förlängningen hela den svenska ekonomins, utveckling. En sådan kronförsvagning skulle därför knappast ge stöd åt konjunkturen. Den skulle inte heller vara ett hållbart eller önskvärt sätt att leva upp till inflationsmålet. En räntesänkning från dagens nivå skulle jag enbart överväga om växelkursen börjar bli övervärderad samtidigt som inflationen utvecklas alltför svagt.

Borde vi inte åtminstone skjuta på räntebanan så att vi kommunicerar att nästa höjning av styrräntan kommer några kvartal senare än vi tidigare har planerat? Inte heller det här alternativet tilltalar mig. Våra prognoser tyder på en lite lugnare svensk och internationell tillväxt de kommande åren. Inget tyder idag på att en räntehöjning i, till exempel, april nästa år skulle vara mer lämplig än en räntehöjning i december i år. Och det här inser även marknadsaktörer. Att kommunicera att höjningen kommer några kvartal senare än vi tidigare har planerat skulle

förmodligen tolkas som att styrräntan kommer att ligga kvar på $-0,25$ procent under flera år framåt.

Då har jag lättare att se argument för en väldigt flack räntebana. En sådan räntebana skulle indikera att reporäntan kommer att hållas kvar på dagens nivå tills vi ser tydliga tecken på att konjunkturen och/eller inflationstrycket åter stärks. Det här alternativet skulle medföra att vår räntebana hamnar nära den som prissätts av marknaden. Men räntebanan skulle vara betydligt lägre än den vi tidigare har kommunicerat och jag misstänker att marknaden förväntningar och prissättning skulle skifta ner ytterligare som reaktion på en sådan kommunikation från oss. Som jag nämnde tidigare har Riksbankens penningpolitik fått ett större genomslag på de finansiella förhållandena än vad vi har avsett och än vad som är önskvärt givet den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen. Jag bedömer därför att det här alternativet på ett onödigt sätt skulle förstärka marknaden redan aggressiva prissättning.

Jag förespråkar i stället den räntebana som ligger i utkastet till penningpolitisk rapport. Den indikerar att reporäntan höjs mot slutet av året eller möjligen i början av nästa år, men att räntan därefter endast höjs en eller två gånger under de kommande tre åren. Den första räntehöjningen motiveras just av att penningpolitiken annars blir onödigt expansiv på ett sätt som inte gynnar den svenska ekonomin. Förtroendet för inflationsmålet var allvarligt hotat under 2014-2016 då inflationen hade legat klart under målet i många år, då inflationsförväntningarna låg på oroande låga nivåer och då det fanns en risk att kronan skulle bli alltför stark. Inflationen har nu legat nära 2-procentsmålet i snart tre år, förtroendet för penningpolitiken har stärkts och inget tyder på att kronan ska bli övervärderad. Förutsättningarna för den svenska penningpolitiken är därför bättre idag. I december förra året höjde vi reporäntan från bottenivån på $-0,50$ procent. Min bedömning är alltså att det finns förutsättningar att snart ta ytterligare ett steg bort från de allra lägsta räntenivåerna. Men efter den höjningen tror jag att det kommer vara lämpligt att låta räntan ligga stilla tills vi ser tydliga tecken på att konjunkturen och/eller inflationstrycket åter stärks.

Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Jag ställer mig bakom de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer förslaget att låta reporäntan ligga kvar på $-0,25$ procent. Dessutom stödjer jag den föreslagna prognosen för reporäntebanan, som innebär att nästa höjning förväntas ske mot slutet av det här året eller i början av nästa år, men att höjningarna därefter sker i långsammare takt än i den förra prognosen.

Vid det penningpolitiska mötet i juli kunde vi konstatera att realekonomin och inflationen i Sverige i stort sett utvecklats i enlighet med våra prognoser. Men den kanske viktigaste frågan

var hur osäkerheten i omvärlden skulle kunna påverka de bedömningar vi gjorde av utvecklingen under kommande år. Vi landade då i att lämna penningpolitiken oförändrad.

När vi nu två månader senare återigen diskuterar den ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken kan vi åter konstatera att realekonomin och inflationen i såväl Sverige som omvärlden i stort sett har utvecklats i linje med våra prognoser. Men den stora skillnaden jämfört med juli tycker jag är att osäkerheten om omvärldsutvecklingen har blivit så mycket större.

Den upptrappade handelskonflikten mellan USA och Kina skapar en påtaglig risk för en betydligt sämre utveckling av den globala tillväxten än vad vi bedömer i vårt huvudscenario. Man kan konstatera att indikatorer över utvecklingen i exempelvis Tyskland redan nu pekar på en tydlig avmattning. Det är dock svårt att uppskatta effekterna på handelsmönstren på lite längre sikt. Till viss del kan den handel som hittills skett mellan Kina och USA sannolikt ta nya vägar, vilket kan dämpa den negativa effekten på global handel och tillväxt.

Sannolikheten för att Storbritannien lämnar EU utan ett utträdesavtal har också ökat efter det penningpolitiska mötet i juli. Den nya regeringen i Storbritannien förefaller inte tveka kring att lämna EU den 31 oktober även om det skulle ske utan avtal. På kort sikt skulle ett sådant scenario troligen medföra en stor negativ effekt på tillväxten i Storbritannien. För Sveriges del är de direkta handelseffekterna inte så stora. Men indirekta effekter via andra europeiska länders handel med Storbritannien, som Tyskland, och ökad oro på de finansiella marknaderna gör att de negativa tillväxteffekterna för svensk del ändå kan bli betydande.

Prissättningen på de finansiella marknaderna har avspeglat alltmer pessimistiska utsikter över den ekonomiska utvecklingen framöver. De långa obligationsräntorna har under sommaren fortsatt att falla till mycket låga nivåer, vilket avspeglar förväntningar om lägre framtida styrräntor. Federal Reserve sänkte sin styrränta i juli, medan ECB under sommaren har kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv framöver.

För min del är en viktig fråga att ta ställning till på detta möte om vi, trots större osäkerhet och lägre räntor i omvärlden, bedömer att reporäntan kan höjas mot slutet av året eller början av nästa år. En annan viktig fråga gäller reporäntans utveckling i ett lite längre tidsperspektiv bortom det närmaste halvåret – hur snabbt bedömer vi att räntan ska stiga i den osäkra miljö vi befinner oss i? Jag känner mig säkrare när det gäller att besvara den första av dessa frågor än den andra. Låg mig förklara varför.

Jag tycker inte att inflationsutsikterna i det korta perspektivet är annorlunda i förhållande till bedömningen i juli. Inflationen har sjunkit tillbaka något under sommarmånaderna juni och juli, men det har varit helt förväntat, eftersom bidraget från den tidigare höga ökningstakten i

energipriserna faller bort. Det tycker jag illustreras väldigt väl av diagram 1:4 i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Vår bedömning är att inflationen under hösten åter stiger till strax under 2 procent. Stigande ökningstakt i producentpriserna, bland annat till följd av den svaga kronan, samt prisplanerna inom handeln är några faktorer som understödjer den bedömningen.

Inflationsförväntningarna ligger runt 2 procent när vi mäter bland samtliga aktörer i Prosperas enkät. Förutsatt att svensk ekonomi under hösten utvecklas i enlighet med våra prognoser finns därför enligt min mening förutsättningar att höja reporäntan runt årsskiftet.

En svårare fråga tycker jag är att bedöma utvecklingen av reporäntan längre fram i tiden. I en mening är detta inte alls konstigt, eftersom alla prognoser är mer osäkra på längre sikt, vilket "trattdiagrammen" i de penningpolitiska rapporterna illustrerar. Men när det gäller bedömningen av den framtida konjunkturen tycker jag att osäkerheten är ovanligt stor denna gång. En annan konjunkturutveckling än den vi ser framför oss skulle kunna få påtagliga implikationer för inflationsbedömningen och penningpolitiken längre fram.

Utöver risken för en sämre omvärldsutveckling, som jag redan tagit upp, menar jag att det också finns en del frågetecken kring styrkan i inhemsk efterfrågan. De svenska hushållen har enligt Konjunkturinstitutets barometer under en period visat ett minskat förtroende för den ekonomiska utvecklingen. Nedgången jämfört med toppen på högkonjunkturen förklaras sannolikt av inbromsningen av priserna på bostadsmarknaden, men hushållen har möjligen också påverkats av den allmänna rapporteringen om ökade risker i omvärlden. Vår prognos över de svenska hushållens konsumtion innebär en årlig ökningstakt med 1,8–2 procent under 2020–2021. Den prognosen bygger på att hushållen har förtroende för den ekonomiska utvecklingen. Om så inte blir fallet är risken uppenbar för en svagare utveckling av deras konsumtion än i vår prognos. Å andra sidan är arbetslösheten trots allt fortsatt förhållandevis låg, och hushållens tidigare oro över utvecklingen på bostadsmarknaden borde rimligen ha mattats, i och med att bostadspriserna har stabiliserats och nu stiger i måttlig takt.

Den tilltagande osäkerheten gör det rimligt att gå mycket försiktigt fram i penningpolitiken framöver, precis som den föreslagna räntebanan indikerar. Jag tycker sammantaget att penningpolitiken som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten är en rimlig avvägning.

Jag har vid många penningpolitiska möten och i flera av mina tal lyft frågan om problemen på den svenska bostadsmarknaden och riskerna förknippade med hushållens höga skuldsättning. Stabiliseringen av bostadspriserna med de måttliga ökningstakter som vi nu observerar är därför mycket välkommen. Jämfört med tidigare innebär detta ett slags "pyspunka" som, om vi har tur, leder till en mer hållbar utveckling framöver. Med detta sagt finns fortsatt ett antal strukturella

problem på bostadsmarknaden som behöver fokuseras på. Storstadsområdena behöver bostäder som kan hyras, köpas och överlätas utan avgörande effektivitetshinder. Jag tycker vi måste förbättra möjligheterna för människor från olika delar av Sverige eller från andra länder att hitta en bostad i storstadsregionerna till rimlig kostnad; annars riskerar bostadsmarknaden att bli en hämsko för tillväxten och en önskvärd samhällsutveckling i vidare mening.

Slutligen, detta var mitt 49:e och sista penningpolitiska möte. Det har varit en väldigt spännande och intressant period att sitta i riksbankens direktion. Jag vill passa på att rikta ett stort tack till mina kollegor på Riksbanken för den här tiden!

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid -0,25 procent. Jag ställer mig också bakom den reporäntebana som visar på en höjning av reporäntan mot slutet av detta år eller början av nästa år.

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 juli 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 1,8 procent under 2019. Prognoserna för 2020 och 2021 är 1,9 procent respektive 2,0 procent. De två senare prognoserna är oförändrade jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli.

Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden vara 0,1 procent under 2019. För 2020 och 2021 är prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport att den sammanvägda styrräntan i omvärlden kommer att vara 0,0 procent. Detta är en inte obetydlig förändring jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli. Samtidigt som prognoserna för den reala ekonomin i omvärlden är nära nog oförändrade har prissättningen på de finansiella marknaderna genomgått stora förändringar. Marknadsräntorna har sjunkit betydligt och penningpolitiken har blivit mer expansiv, eller förväntas bli mer expansiv, i många länder.

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i juli låg den årliga ökningstakten för KPIF på 1,5 procent. Jag ser detta som en enskild händelse. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De två mått på underliggande inflation som visat sig ha de bästa egenskaperna i en riksbanksstudie är nära 2 procent.⁴ Jag noterar också att det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen ligger på drygt 2 procent.

⁴ Jesper Johansson, Mårten Löf, Oliver Sigrist och Oskar Tysklind, 2018, Mått på underliggande inflation i Sverige, Ekonomiska kommentarer Nr 11 2018, Sveriges Riksbank.

Måluppfyllelsen är fortfarande god! Även om inflationsförväntningarna sjunkit en del i de senaste mätningarna anser jag att de fortsatt är väl förankrade.

Enligt den senaste Arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i juli på 6,9 procent (ej säsongrensad). Det är högre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 6,0 procent. De penningpolitiska rapporterna har under lång tid prognosticerat att AKU-arbetslösheten skulle bottna. Nu har det skett. Men det är ingen överraskning utan förväntat.

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 juli 2019 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,9 procent. Det är högre än samma månad ett år tidigare då andelen låg på 2,6 procent. Den nedåtgående trend som vi har sett under flera år nu har brutits. Trendbrottet understryker att arbetslösheten har bottnat.

Arbetslösheten är dock enligt min mening för hög och den ökning som vi nu ser är inte önskvärd. Idag handlar det dock främst om att få ner arbetslösheten för utrikes födda. Och då är det i första hand en fråga om arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker de arbetslösas humankapital och sänker kostnaderna för att anställa dem. Den allmänna efterfrågepolitiken kan understödja men inte ha huvudansvaret.

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.

Utkastet till penningpolitisk rapport prognosticerar en inbromsning i både Sverige och internationellt, men detta har varit inkorporerat i prognoserna sedan en tid tillbaka. Och osäkerheter som handelskrig, Storbritanniens utträde ur EU, Italiens ekonomi, etc är 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.

Men det går inte att komma ifrån att marknadsräntorna har sjunkit avsevärt runt om i världen. Och penningpolitiken har blivit mer expansiv på ett antal ställen. Samtidigt är den reala utvecklingen fortsatt god trots inbromsningen.

Mot bakgrund av dessa resonemang anser jag därför att det vid detta penningpolitiska möte är lämpligt att lämna reporäntan oförändrad. Jag anser vidare att det på kort sikt är lämpligt att hålla fast vid att nästa räntehöjning ska komma i slutet av detta år eller i början av nästa. Den svenska ekonomin visar fortsatt på en hög aktivitet och högre aktivitet än i exempelvis

euroområdet. Inflationen är på målet. I Sverige kan vi föra en egen penningpolitik, i nuläget finns det goda skäl att utnyttja denna möjlighet.

Samtidigt går det inte att komma ifrån att det på lite längre sikt finns anledning att inte gå lika snabbt fram med kommande räntehöjningar som tidigare beslutade reporäntebanor har visat på.

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

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid $-0,25$ procent. Jag ställer mig också bakom den räntebana som visar på en höjning av reporäntan mot slutet av detta år eller början av nästa år.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag stöder förslaget att låta reporäntan ligga kvar på $-0,25$ procent. Jag ställer mig också bakom de prognoser och bedömningar om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och resten av världen som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Vår prognos av reporäntan – reporäntebanan – indikerar att en höjning av reporäntan kan komma senare i år eller i början av 2020, vilket är i linje med vår syn vid det förra penningpolitiska mötet. Längre fram är reporäntebanan ganska kraftigt nedreviderad, vilket bland annat hänger samman med den ökade oro som vi ser i världsekonomin. Jag återkommer till den frågan lite längre fram. Till penningpolitiken hör även våra statsobligationsköp. Där ligger vår strategi fast så jag berör inte den delen av penningpolitiken idag.

De bedömningar av den realekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige som görs i utkastet till penningpolitisk rapport sammanfaller ganska väl med de bedömningar som gjordes i juli. Det innebär att vi väntar oss en mer modest utveckling både i den globala ekonomin och hemmavid.

Den globala ekonomin har vuxit snabbt de senaste åren och går nu, som väntat, in i en fas med lägre tillväxt. Vi väntar oss en tillväxt på omkring 2 procent kommande år om man ser på de länder som ingår i KIX-index, och runt 3,5 procent om man ser på världen som helhet.

Inflationstrycket i omvärlden har varit måttligt under senare år, särskilt i euroområdet, men väntas stiga under prognosperioden. En stigande inflationstakt i omvärlden är en viktig utgångspunkt för att den svenska inflationstakten ska fortsätta att utvecklas i linje med målet.

Som jag noterade är förändringarna i de flesta av våra prognoser inte så stora. Undantaget är marknadsräntor och förväntningarna på centralbanker internationellt, som fallit på ett oväntat sätt sedan julimötet. Våra prognoser på utländska räntor har därför reviderats ned. Samtidigt tycker jag att det är svårt att se hur de här förväntningarna om väsentligt mer expansiv penningpolitik i de stora valutaområdena ska kunna infrias, givet rådande syn på den ekonomiska utvecklingen. Marknadsprissättningen verkar peka mot en snabb försämring av den globala

konjunkturen. Våra prognoser, och många andra bedömares prognoser, innebär en lugnare utveckling framöver, men inte en omedelbar lågkonjunktur. Båda kan inte ha rätt så den här slitningen och osäkerheten kvarstår.

Ett skäl till de stora rörelserna i marknadsröntorna är att riskbilden för den globala konjunkturen fortsätter att se osäker ut. Enligt min uppfattning har riskbilden försämrats sedan det penningpolitiska mötet i juli. Handelskonflikten mellan USA och Kina pågår med oförminskad styrka, Argentina har återigen hamnat i en svår situation, trots ett omfattande IMF-program, och här i Europa består oklarheterna kring Storbritanniens utträde ur EU. Osäkerheten kring utvecklingen i Italien fortsätter, med politiska motsättningar och en oförmåga att hantera riskerna kopplade till de italienska bankerna. Det finns med andra ord ett antal stora risker som kan komma att påverka den ekonomiska utvecklingen på ett påtagligt sätt. Men riskerna är mycket svåra att siffras, de byggs in i våra prognoser först när de materialiseras, och fanns redan tidigare om än i mindre omfattning.

För att komma till utvecklingen i Sverige kan man konstatera att den ekonomiska tillväxten under det andra kvartalet i år blev svagare än väntat, vilket påverkat våra prognoser för de närmaste kvartalen. Prognosen för BNP-tillväxten 2019 är nu 1,5 procent, en nedrevidering med 0,3 procentenheter jämfört med bedömningen i juli. Revideringarna för 2020-2021 är mindre, och mot slutet av prognosperioden väntar vi oss en tillväxt en bit under 2 procent, ungefär som bedömningen i juli. Prognosrevideringarna är dock förhållandevis små. Vi kommer nu in i en period med lugnare utveckling, men den ekonomiska aktiviteten är fortfarande hög.

Vi har fått två inflationsutfall sedan det förra penningpolitiska mötet, och de har varit något högre än prognoserna i juli-rapporten. Den senaste observationen gäller inflationen för juli månad, då den årliga procentuella förändringen i KPIF var 1,5 procent. Under resten av året väntas inflationen åter stiga till 2 procent, bland annat till följd av en svag krona och att energipriserna upphör att dra ned inflationen. Inflationen fortsätter alltså att utvecklas i linje med målet och måluppfyllelsen är god. De långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter även att ligga kring 2 procent, vilket naturligtvis är bra.

Sverige har under flera år haft en god ekonomisk utveckling. Tittar man på olika mått av resursutnyttjande, till exempel BNP- eller sysselsättningsgap, och även beaktar de prognoser som finns i utkastet till penningpolitisk rapport, kommer Sverige att ha haft positiva gap i sex till sju år. Arbetsmarknaden har under senare år utvecklats starkt, med höga sysselsättningsnivåer och en arbetslöshet som i fjol sjönk till den lägsta nivån på tio år. En bidragande faktor till denna goda utveckling är den mycket expansiva penningpolitiken. Syftet var att få upp inflationen till målet, och det har vi också lyckats med – inflationen har utvecklats i linje med målet under flera år nu. Minusränta och stora obligationsköp kan te sig udda men allmänt sett har det rått goda tider i Sverige och penningpolitiken har bidragit till det.

Den mycket expansiva penningpolitiken var aldrig tänkt att vara för evigt. Nu när inflationen är kring 2 procent går penningpolitiken sakta in i en lite mindre expansiv riktning, med en räntehöjning sent i fjol, och med ytterligare en räntehöjning sent i år eller tidigt nästa år. Sverige är en liten, öppen ekonomi med fria kapitalrörelser och rörlig växelkurs. Men det betyder inte att vi i penningpolitiken kan agera helt oberoende av utvecklingen i de stora ekonomierna. Ser man på svensk penningpolitik i ett litet längre tidsperspektiv kan man säga att svenska räntor ofta borde ligga mellan de europeiska och de amerikanska, och oftast närmare de europeiska på grund av Europas större betydelse för svensk ekonomi. Och ser man på prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är det en sådan penningpolitik som föreslås framöver.

Men det finns en riskbild, som jag varit inne på tidigare. Skulle den globala tillväxten påverkas mer negativt av till exempel handelskonflikten mellan USA och Kina, eller av Storbritanniens utträde ur EU, kan de stora centralbankerna göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Skulle så ske får vi vid kommande penningpolitiska möten ta ställning till vad det innebär för den svenska penningpolitiken. Det är för tidigt att dra några slutsatser, men som jag sagt tidigare kan man konstatera att när till exempel ECB under 2014 och 2015 la om penningpolitiken i en mer expansiv riktning var Sverige i ett annat läge, med låg inflation och låga inflationsförväntningar. Vi är på ett bättre ställe nu, och frihetsgraderna är därmed rimligen större.

En fråga som många ekonomer under senare år frågat sig är varför realräntor varit så låga så länge, och till och med ordentligt negativa. Den reala reporäntan, exempelvis, har varit negativ sedan 2012, och förväntas även vara det under resten av prognosperioden. Om prognosen står sig innebär det över tio år med negativ real reporänta. Negativa realräntor är ett globalt fenomen, och därtill inget nytt fenomen. Under 1970-talet var realräntor i flera av de stora ekonomierna negativa. Skillnaden nu är att inflationen är låg, vilket innebär att även nominella räntor är mycket låga, eller till och med negativa. För vår egen förståelse för vart det allmänna ränteläget är på väg på sikt följer vi denna internationella debatt, som inspirerats av bland annat idéer lanserade av Knut Wicksell. Men mer finns säkert att göra, exempelvis för att avgöra vart reporäntan är på väg på sikt. Då är det precis som det skall vara – på en centralbank skall man sysselsätta sig intensivt med ränta och växelkurs.

Avslutningsvis vill jag åter framhålla att den svenska bostadsmarknaden kännetecknas av en rad strukturella problem. Detta skapar dels risker, i form av hög skuldsättning bland hushåll, dels ekonomisk ineffektivitet i och med att det blir svårare för folk att flytta i samband med nytt arbete. För att komma till rätta med dessa risker och de strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden behövs en rad åtgärder inom bostads- och skattepolitiken.

Kerstin, om jag med litet hjälp har räknat rätt är det här ditt 49:e penningpolitiska möte, och det är ditt sista. Jag vill tacka dig för all den tid och möda du lagt på att tillsammans med oss andra resonera fram en svensk penningpolitik och inte minst ganska många gånger under besvärliga

omständigheter. Stort tack från oss alla och lycka till med din fortsatta gärning hos ECB och den gemensamma tillsynsmekanismen, SSM.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 11 september 2019.
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A.
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 5 september 2019 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde tisdagen den 17 september 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