



Penningpolitiskt protokoll

December 2016

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 20 december beslutade Riksbankens direktion att fortsätta köpa statsobligationer under första halvåret 2017, både nominella och reala, motsvarande 15 respektive 15 miljarder kronor. Därtill kommer återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor under 2017. Reporäntan behålls på -0,50 procent och det är fortsatt mer sannolikt att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden. Först i början av 2018 väntas reporäntan höjas.

Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen, i omvärlden och i Sverige, och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i oktober har utsikterna för konjunkturen i omvärlden blivit lite ljusare. Utvecklingen framöver är dock kantad av osäkerhet, vilket noterats på olika sätt under mötet och som även framgick av redogörelsen av frågor som diskuterats under beredningsarbetet.

I Sverige har Riksbankens penningpolitik, med negativ reporänta och köp av statsobligationer, bidragit till en hög tillväxt, fallande arbetslöshet, högre inflation och stigande inflationsförväntningar, inte minst på längre sikt där inflationsförväntningarna nu är nära 2 procent. Den starka konjunkturen innebär att det finns goda förutsättningar för inflationen att fortsätta stiga. I mitten av 2018 väntas den nå 2 procent, i stort sett oberoende av inflationsmått.

Men det finns risker som kan äventyra inflationsuppgången. De senaste månadernas inflation har varit lägre än väntat och det är osäkert hur snabbt den kommer att stiga. Det är till exempel svårt att veta hur kronans växelkurs kommer att utvecklas i en miljö där ECB utökade sina värdepappersköp samtidigt som Federal Reserve höjt sin styrränta. En långsam förstärkning väntas framöver och för inflationsuppgången är det viktigt att det sker just långsamt.

Samtliga ledamöter bedömde att det var lämpligt att nu behålla reporäntan på -0,50 procent och att tills vidare återinvestera förfall och kupongbetalningar på obligationsportföljen. Under 2017 är dessa ojämnt fördelade över året så återinvesteringarna behöver spridas ut. Diskussionen berörde också räntebanan men det skiljde bara nyanser mellan ledamöterna och samtliga ställde sig bakom förslaget till reporäntebana i utkastet till penningpolitisk rapport. Först i början av 2018 väntas reporäntan börja höjas.

En majoritet av direktionen ansåg därtill att riskerna mot inflationsuppgången talar för att köpen av statsobligationer behöver fortsätta även under första halvåret 2017 och att de bör utökas med 30 miljarder kronor, motsvarande 15 miljarder kronor i nominella och 15 miljarder kronor i reala obligationer.

Tre ledamöter reserverade sig, med lite olika motiv, mot beslutet att utöka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor.

Vid mötet diskuterades även, som vid flera tillfällen tidigare, riskerna med låga räntor länge liksom riskerna med att under lång tid ha en inflation under målet. Liksom vid tidigare tillfällen uttryckte flera ledamöter fortsatt oro över hushållens växande skuldsättning och underströk behovet av att kombinera åtgärder inom olika politikområden för att få en långsiktigt hållbar ekonomisk utveckling i Sverige.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 8

DATUM: 2016-12-20
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
Martin Flodén
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley

Susanne Eberstein, fullmäktiges ordförande
Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Sarah Kuala, Central Bank of Kenya
Grace Okara, Central Bank of Kenya
Elizabeth Nilsson

Meredith Beechey Österholm
Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Sophie Brauner
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Joanna Gerwin
Kerstin Hallsten
Lina Jacobson (§ 1)
Ola Melander
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Henrik Siverbo
Maria Sjödin
Ingvar Strid
Ulf Söderström
Anders Vredin

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Henrik Siverbo skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Lina Jacobson från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Politiska händelser har varit i fokus den senaste tiden. I USA har den nyvalde presidenten Donald Trumps förväntade finanspolitiska stimulans bidragit till en starkare dollar och högre räntor. I Italien fick regeringskrisen en snabb lösning och marknadsreaktionerna blev därför dämpade. Federal Reserves räntehöjning och förväntningar om en snabbare höjningstakt under nästa år, i kombination med ytterligare penningpolitisk stimulans från ECB, har bidragit till en markant uppgång i långa räntor i USA. Räntedifferensen mellan en tioårig statsobligation i USA och Tyskland är nu högre än på många år. Den amerikanska dollarn har stärkts kraftigt. Förstärkningen började efter Trumps seger i presidentvalet och har fortsatt efter Federal Reserves höjning av styrräntan och Bank of Japans besked om oförändrad penningpolitik. I Sverige är kronan fortsatt svag, vilket delvis bedöms bero på stora flöden inom pensionssystemen. Inför dagens penningpolitiska beslut förväntar sig en majoritet av analytikerna en annonsering av utökade obligationsköp medan reporäntan väntas lämnas oförändrad.

Mattias Erlandsson, tillförordnad biträdande chef för Avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han konstaterade att omvärldskonjunkturen har stärkts något och indikatorer för tillväxten har vänt upp i många länder. Utvecklingen i världsekonomin är därmed i stora drag i linje med den bild som tecknades i den penningpolitiska rapporten i oktober, nämligen att återhämtningen i omvärlden fortsätter, men i måttlig takt.

Tillväxtprognosen för omvärlden är nu marginellt högre 2017 på grund av starkare indikatorer i USA och euroområdet. USA-prognosen har dessutom reviderats upp något mot bakgrund av att finanspolitiken nu väntas bli något mer expansiv de närmaste åren, men utvecklingen är förknippad med stor osäkerhet. Den aviserade politiken har bidragit till att långräntorna i USA har stigit markant sedan oktober. Långräntorna har stigit även i flera andra länder, men i mindre utsträckning. I denna miljö har den amerikanska dollarn stärkts.

Inflationen i omvärlden har stigit något den senaste tiden, men är fortsatt låg, i synnerhet i euroområdet. Inflationen i omvärlden väntas stiga framöver på grund av något högre energipriser och i takt med ett gradvis högre resursutnyttjande i många länder. Penningpolitiken i omvärlden bedöms bli fortsatt mycket expansiv för att stödja återhämtningen och för att få upp inflationen. Jämfört med bedömningen i oktober har prognosen för den sammanvägda styrräntan i omvärlden reviderats upp marginellt.

Avseende riskbilden så bedöms den stora ekonomisk-politiska osäkerheten kvarstå. Ett exempel är den fortsatta oklarheten kring formerna för Storbritanniens utträde ur EU. Sannolikt kommer

utträdet vara förknippat med minskad handel och begränsad arbetskraftsrörlighet. Den nyvalde presidenten i USA har aviserat förslag som går i samma riktning. Ökad protektionism bedöms därmed vara en risk för den globala tillväxten på sikt. Effekten på inflationen i omvärlden är oklar. Den europeiska banksektorn, inte minst den i Italien, brottas fortfarande med svag lönsamhet och en hög andel dåliga lån och utgör en risk för återhämtningen i euroområdet.

Även utsikterna för den svenska konjunkturen är något ljusare. Tillväxten under det tredje kvartalet blev 2,0 procent jämfört med andra kvartalet och uppräknat till årstakt, vilket var något högre än prognosen i oktober, och förtroendet bland hushåll och företag har stigit tydligt de senaste månaderna. Tillväxten i svensk ekonomi bedöms därmed bli fortsatt stark. I år väntas en tillväxt om 3,4 procent vilket är en tiondel högre än i oktoberprognosen. 2017 är tillväxten uppreviderad med 0,4 procentenheter till 2,4 procent. De senaste årens höga tillväxt har inneburit att resursutnyttjandet har stigit. Det bedöms nu vara något högre än normalt och fortsätter att stiga något de närmaste åren.

Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas. De senaste månadsutfallen visar på en god sysselsättningsstillväxt och arbetslösheten bedöms uppgå till 6,8 procent under det fjärde kvartalet 2016. I prognosen fortsätter arbetslösheten att sjunka något, men ett betydande inflöde i arbetskraften av personer med svag ställning på arbetsmarknaden innebär att den ytterligare nedgången i arbetslösheten blir måttlig, vilket är i linje med tidigare prognos.

Hushållens skulder fortsätter att stiga, och bedöms uppgå till 194 procent av de årliga disponibla inkomsterna fjärde kvartalet 2019.

Kronan har fortsatt att försvagas, inte minst mot den amerikanska dollarn. Det är en något större försvagning än väntat och jämfört med prognosen i oktober väntas kronan vara något svagare under hela prognosperioden. Bilden av att kronan ska stärkas gradvis och under ordnade former kvarstår dock.

Inflationen mätt med KPIF stiger sedan början av 2014. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har vi fått två inflationsutfall. Det senaste utfallet avsåg november och då var KPIF-inflationen 1,6 procent, vilket var marginellt svagare än prognosen i oktober. Det bedöms finnas förutsättningar för en fortsatt uppgång i inflationen framöver. Den allt starkare konjunkturen bidrar till uppgången i inflationen, även om effekten sker med viss tidsfördröjning. Den stigande inflationen i omvärlden framöver är en annan viktig faktor. Dessutom bedöms den svagare kronan ge positiva bidrag till inflationen under 2017. Prognosen för inflationen är mycket lik prognosen från i oktober. Mätt med KPIF bedöms inflationen nå 2 procent under 2018.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är baserade på antagandet att reporäntan hålls oförändrad på -0,50 procent. Den antagna reporäntebanan avspeglar att det fortsätter att finnas en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden. Först i början av 2018 bedöms reporäntan höjas i långsam takt. Vidare antas köpen av statsobligationer utökas

med 30 miljarder kronor under första halvåret 2017, jämnt fördelade på nominella respektive reala statsobligationer. Därutöver förutsätts också att förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen tills vidare återinvesteras. Under 2017 kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor. Ett stort förfall sker i augusti, men återinvesteringarna antas inledas efter årsskiftet och fortgå under hela året.

Erlandsson noterade därefter att prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport diskuterats av direktionen vid möten den 8, 9, 12 och 16 december. På ett möte med direktionen den 14 december bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Som viktiga frågor i den penningpolitiska beredningsprocessen denna gång lyftes utvecklingen av inflationen och kronan under hösten, konsekvenser av presidentvalet i USA, penningpolitiken i omvärlden samt frågan om genomslaget av svensk penningpolitik så här långt.

Inflationsutvecklingen har varit svagare än tidigare väntat under hösten, även om de senaste två utfallen ungefär varit i linje med oktoberprognosen. Olika ledamöter poängterade under beredningsprocessen att det är viktigt att följa hur det inhemska inflationstrycket utvecklas. I detta sammanhang har utvecklingen av tjänstepriserna pekats ut som extra viktig. En viktig fråga har därför varit att analysera hur den oväntat låga inflationen under hösten hänger ihop med faktorer som resursutnyttjande och arbetskostnader. Även genomslaget från växelkursen till inflationen har analyserats. Den svenska kronan har varit oväntat svag under senare tid. I beredningen har olika tänkbara förklaringar till denna utveckling och vilken betydelse den har för inflationsutvecklingen diskuterats. Analyser av genomslaget från växelkursen till inflationen redovisas i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport.

En annan viktig fråga i beredningsprocessen har varit konsekvenserna av presidentvalet i USA. Den nyvalde presidenten har aviserat politik som skulle kunna innebära såväl mer expansiv finanspolitik som ökade handelshinder och minskad arbetskraft i USA. Det fördes en diskussion om huruvida de aviserade förslagen kommer att kunna förverkligas och hur detta ska beaktas i Riksbankens prognoser.

Aktörer på de finansiella marknaderna förväntar sig nu snabbare räntehöjningar från Federal Reserve de närmaste åren. Federal Reserve höjde intervallet för sin styrränta i december, medan ECB beslutade om en förlängning av tillgångsköpen. Det blir därmed alltmer tydligt att världens stora centralbanker befinner sig i olika faser. Hur denna utveckling påverkar förutsättningarna för svensk penningpolitik, bland annat via effekterna på växelkursen, har varit en viktig fråga i beredningsprocessen denna gång.

Slutligen har olika ledamöter lyft frågan om genomslaget av svensk penningpolitik så här långt, samt vilka effekter man kan vänta sig av ytterligare penningpolitiska åtgärder.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att konstatera att Riksbankens bedömning av det globala konjunktur- och inflationsläget på kort sikt har reviderats upp något sedan föregående penningpolitiska möte.

Den relativt oväntade valsegern i USA för det republikanska partiets presidentkandidat Donald Trump samt den enligt opinionsmätningarna mer väntade folkomröstningsförlusten för den sittande premiärministern Matteo Renzi i Italien har hanterats väl av de globala finansmarknaderna, ansåg Skingsley. Båda händelserna, som ökar osäkerheten om den politiska inriktningen i två av tre av världens största statsobligationsutgivare, har passerat på ett kontrollerat sätt. I likhet med vad som kunde konstateras efter Brexit-beskedet tidigare i år förefaller finanssektorn ha förbättrat sin förmåga att prissätta ökad osäkerhet utan att finanssektorn själv medverkar till ökad instabilitet. Det är helt centralt för den ekonomiska återhämtningen att det finansiella systemet förmår att absorbera oväntade och/eller svåra händelser på ett stabilt sätt utan att systemets förmåga att prissätta och kanalisera kapital och risk försämras, poängterade Skingsley.

Sedan Riksbankens penningpolitiska möte i oktober har längre marknadsräntor i omvärlden stigit, delvis på grund av förväntningar om högre inflation framöver. Det gäller även Sverige, där både enkätbaserade och marknadsbaserade mått på inflationsförväntningar har ökat något.

Stigande förväntningar om en finanspolitisk expansion i USA nämns som en viktig förklaring till ränteuppgångarna. Skingsley fann den förklaringen rimlig, men ville samtidigt understryka att det kommer att råda betydande osäkerhet om innehållet i den tillträdande administrationens ekonomiska politik under lång tid. Hon betonade att det därför är bra att det i avsnittet om osäkerhet och risker i utkastet till penningpolitisk rapport anges att USA:s ekonomi och politik är en viktig riskfaktor för den ekonomiska utvecklingen i Sverige.

Viljeyttringarna i riktning mot mindre globalisering och mer stängda ekonomier, som flera valresultat indikerat på senare tid, kan kortsiktigt medföra högre inflationstryck. På längre sikt talar dock ökade gränshinder för både människor och handel för en lägre tillväxtpotential. Skingsley ansåg det dock vara för tidigt att göra några prognosmässiga ställningstaganden till följd av en tänkbart ökad protektionism. Hon avsåg därför att tills vidare behandla detta som en riskfaktor.

Även för Sverige har konjunkturbilden ljusnat något sedan den penningpolitiska rapporten i oktober. Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Ser man till de enkätbaserade bristtalen inom näringslivet måste man nu gå tillbaka till 2007 och före den globala finanskrisen för att hitta lika höga nivåer. Det talar för en fortsatt uppgång i löne- och pristryck i Sverige, menade Skingsley. Utfallen för inflationen är emellertid fortfarande ganska ryckiga och svåranalyserade. Att tjänstepriserna svårförklarligt försvagades tidigare i höstas visar på betydelsen av att kronan

inte blir ett hot mot en fortsatt trendmässig uppgång i inflationen. Det är därför positivt att kronans växelkurs utvecklats svagare än väntat under de senaste månaderna, ansåg hon.

De olika kombinationer av tänkbar penningpolitik som direktionen diskuterat denna gång låter sig inte enkelt fångas eller utvärderas i olika modeller. Det handlar om riskbedömningar och det är rimligt att man i en grupp på sex personer har olika riskpreferenser, resonerade Skingsley. Detta är en av styrkorna med Riksbankens ledningsstruktur. Förslaget till penningpolitiskt beslut i årets sista rapport innebär en utökning av obligationsköpsprogrammet med 30 miljarder kronor under första halvåret 2017. Skingsley ansåg det vara möjligt att stödja förslaget med hänvisning till att inflationsuppgången i Sverige fortfarande är skör och att Sverige inte bör riskera att avvika för mycket i ränteutveckling visavi euroländerna. Hon gjorde emellertid bedömningen att en utökning av obligationsköpsprogrammet av denna storlek har för osäkra potentiella fördelar i förhållande till de potentiella kostnader de medför, vilka hon därefter utvecklade vidare.

Riksbankens räntesänkningar och obligationsköp under de senaste åren har, enligt Skingsley, drivit upp den inhemska efterfrågan till nivåer där olika bristtecken har börjat synas. Enligt hennes bedömning kan den oväntat långsamma inflationsuppgången därmed inte förklaras av en för svag inhemsk efterfrågan. Hon ansåg att det penningpolitiska manöverutrymmet för Sverige har ökat visavi euroområdet i takt med att BNP-tillväxten och kostnadstrycket stigit och förtroendet för inflationsmålet tydligt stärkts. Givet den bättre ekonomiska utvecklingen ansåg Skingsley även att reporänteprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport, som implicerar en sannolikhet för ytterligare reporäntesänkning i närtid, är alltför låg i förhållande till hennes uppfattning om vad som är en välavvägd penningpolitik framöver.

Vidare underströk Skingsley att hon visserligen delar bedömningen att ytterligare obligationsköp skulle minska risken för en oönskat snabb kronappreciering, men ansåg i det sammanhanget att direktionens interventionsmandat utgör en bromsande faktor. Skingsley sade också att hon är beredd att förlänga detta mandat under 2017.

Hon tog sedan upp att fortsatta obligationsköp är förknippade med frågan om huruvida dessa försämrar räntemarknadens funktionssätt och medverkar till högre likviditetsrisker. Detta skulle i så fall leda till högre marknadsräntor, tvärt emot Riksbankens intentioner med köpen. Skingsley ansåg sig inte ha blivit övertygad om att marknadsfunktionerna skulle ha försämrats men konstaterade att marknadsaktörer själva anser att så är fallet enligt Riksbankens riskenkät som publicerades den 16 november. Det kan medföra ett ändrat beteende som kan vara till nackdel för räntebildningen i Sverige och är därför något som Riksbanken behöver följa noga, underströk hon.

Skingsley summerade sedan sitt inlägg. Hon ställde sig bakom rapportens analys, prognoser och förslaget till beslut om oförändrad reporänta samt återinvesteringar av kuponger och förfall under 2017. Hon ställde sig däremot inte bakom förslaget till beslut att köpa ytterligare statsobligationer för 30 miljarder kronor.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att notera att två nya inflationsutfall har publicerats sedan det penningpolitiska mötet i oktober, för oktober och november. Bägge utfallen var lite lägre än prognosen i den senaste penningpolitiska rapporten. I november uppgick KPIF-inflationen till 1,60 procent medan KPIF-inflationen exklusive energipriser hamnade på 1,21 procent. Prognosfelen för de båda inflationsmått var i storleksordningen 0,1-0,2 procentenheter. Inflationen fortsätter därmed att överraska på nedsidan, konstaterade Jansson. Med utfallen i oktober och november inräknade har inflationen nu hamnat under Riksbankens prognoser fyra månader i rad.

Även om inflationsutvecklingen under sensommaren och hösten utgjort en klar besvikelse finns vissa ljuspunkter, påpekade han. Dessa hänger framför allt samman med de senaste utfallen i november. Trots att utfallen var lägre än väntat kunde, till skillnad från i oktober, en ganska påtaglig uppgång skönjas i samtliga inflationsmått. Därmed är den uppåtgående trenden i inflationen, som funnits sedan början av 2014, för stunden åter tydligare.

Av stor betydelse i sammanhanget är att tjänsteprisutvecklingen blivit klart starkare, underströk Jansson. I oktober hade tjänsteprisernas ökningstakt fallit till ett årslägst på cirka 1,5 procent. I november steg ökningstakten till 2,2 procent, vilket med undantag för mars är den snabbaste ökningen hittills i år. Positivt i november var också att livsmedelspriserna fortsatte att öka och överraska på uppsidan. Det hade redan inletts i oktober men tendensen höll i sig i november. Det är tydligt att den senaste tidens oväntat svaga växelkurs spelar roll här och förhoppningsvis tyder detta på en ljusning i prisutvecklingen framöver för både livsmedel och varor.

Värt att notera är även att HIKP-inflationen i november nådde årshögsta på 1,3 procent, fortsatte han. Sverige har därmed sedan föregående penningpolitiska möte klättrat 2 placeringar i EU:s inflationsliga, från plats 6 till plats 4.

Sedan mötet i oktober har det också tillkommit två nya utfall för inflationsförväntningarna, Prosperas månadsundersökning i november för penningmarknadens aktörer och den större kvartalsundersökningen i december. Med något undantag fortsatte förväntningarna att stiga på ett och två års sikt. De viktiga förväntningarna på inflationen om fem år, som kan ses som ett mått på trovärdigheten för inflationsmålet, föll sammantaget med en halv tiondel av en procentenhet. Nedgången beror framför allt på lite mer pessimistiska förväntningar bland inköpschefer i tillverkningsindustrin och hos arbetsgivarorganisationer, noterade Jansson.

Nedgången i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna är naturligtvis inget att glädja sig över. Men den är sammantaget liten och förväntningarna är generellt sett kvar nära 2 procent, poängterade han. Särskilt viktigt är att inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter inte hamnar på en alltför låg nivå. Från kvartalsundersökningen i december kan vi utläsa att arbetstagarorganisationerna räknar med att inflationen om fem år kommer att vara 2,15 procent medan motsvarande siffra för arbetsgivarorganisationerna är 2,08 procent. Att inflationsmålet förblir trovärdigt hos arbetsmarknadens parter är av stor betydelse för avtalsrörelsen 2017.

Jansson sammanfattade mot den här bakgrunden den aktuella inflationsbilden som hygglig trots att inflationen inte riktigt nått upp till förväntningarna.

Blickar vi utanför Sveriges gränser så höjde Federal Reserve i december, precis som väntat, intervallet för sin styrränta med 25 räntepunkter till 0,50-0,75 procent. Ledamöterna i den penningpolitiska kommittén meddelade också att de nu tror att de framöver kommer att höja styrräntan i en lite snabbare takt än tidigare beräknat. När det gäller finanspolitiken i USA så är osäkerheten alltså mycket stor, vilket också Federal Reserve underströk i sin kommunikation i samband med räntebeslutet. Marknadens förväntningar på Federal Reserves räntepolitik fortsätter att ligga på en lägre nivå än centralbankens egna förväntningar men har reviderats upp påtagligt efter presidentvalet. Allt annat lika så verkar alltså marknaden tro att den nya finanspolitiken måste mötas med ett större antal räntehöjningar än vad Federal Reserve hittills räknar med, sade han.

I euroområdet fattade ECB beslut om att fortsätta med sina köp av värdepapper bortom mars 2017, då det nuvarande programmet löper ut. Värdepappersköpen ska pågå under åtminstone hela 2017 men investeringstakten förutses minska från 80 till 60 miljarder euro per månad. ECB är tydlig med att programmet kan utökas i storlek och löptid om inflationsutsikterna skulle försämrats. Samtidigt beslutades att ändra parametrarna för tillgångsköpsprogrammet så att värdepappersköpen även fortsatt kan genomföras på ett smidigt sätt. En sådan ändring, påpekade Jansson, går ut på att möjliggöra för ECB att köpa värdepapper med en ränta som ligger under inlåningsräntan.

Förändringarna i penningpolitiken i Sverige och internationellt, tillsammans med spekulationer om att Storbritanniens EU-utträde kräver övergångsregler och inte handlar om binära val, har sedan oktober sammantaget lett till att kronans växelkurs försvagats och nu också är svagare än väntat, fortsatte han. Den svagare kronan ger vissa positiva inflationsimpulser i det lite kortare tidsperspektivet, vilket kan vara viktigt i ett läge där det ännu dröjer innan konjunkturen får fullt genomslag på prisutvecklingen.

I prognosen antas fortsatt att kronan ska stärkas en del under kommande år. Precis som i oktober och september var Jansson tveksam till prognosen för växelkursen. Han menar att den reala växelkursens långsiktiga apprecieringsutrymme kan ha minskat under senare år.

Jansson bedömde att förutsättningarna för en trendmässig inflationsuppgång sammantaget fortsätter att vara goda. Sedan oktober har visserligen inflationsutfallen varit lite lägre än väntat men den aktuella inflationsbilden har ändå en del ljuspunkter. Inflationen ökade trots allt ganska påtagligt i november och det gör att den uppåtgående trenden nu för stunden åter är tydligare. Tjänsteprisernas ökningstakt tilltog också rejält och den senaste tidens svaga krona börjar sätta avtryck i delar av prisutvecklingen. Federal Reserve har höjt sin styrränta och det är möjligt att räntehöjningarna framöver kan ske i en snabbare takt än vad centralbankens penningpolitiska kommitté nu räknar med. Samtidigt har ECB förlängt sina köp av värdepapper men

investeringstakten förutses minska efter det att det nuvarande programmet löpt ut i mars nästa år. Som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport har därtill konjunktursignalerna i både Sverige och omvärlden under senare tid varit något bättre än väntat, vilket ger stöd åt den pågående inflationsuppgången. Viktigt är också att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter att vara i linje med inflationsmålet, underströk han. Det gäller inte minst förväntningarna hos arbetsmarknadens parter. Mot den här bakgrunden ansåg Jansson att reporäntan bör lämnas oförändrad på dagens möte.

Detta sagt betonade han att inflationsuppgången är fortsatt skör och att det finns risker för bakslag. Det här tydliggörs bland annat av att Riksbanken överskattat utfallen för inflationen fyra månader i rad. ECB utökar nu också sitt program för köp av värdepapper och ändrar dess parametrar för att tillåta en mer flexibel tillämpning. Samtidigt finns betydande osäkerhet om hur snabbt Federal Reserve kommer att höja sin styrränta och än så länge är utgångspunkten att det kommer att ske i långsam takt. Det är svårt att veta hur kronans växelkurs kommer att utvecklas i denna miljö. Det här gör att den relativt stora sannolikheten för en ytterligare sänkning av reporäntan i närtid, precis som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport, bör kvarstå. Jansson var också för att Riksbanken utökar köpen av statsobligationer. I utkastet till penningpolitisk rapport föreslås att dessa utökas med 30 miljarder kronor, under första halvåret 2017. Köpen antas omfatta både nominella och reala statsobligationer, motsvarande 15 respektive 15 miljarder kronor. Tills vidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Under 2017 kommer det att handla om ett värde av ungefär 30 miljarder kronor. Ett stort förfall sker i augusti, men återinvesteringarna föreslås inledas efter årsskiftet 2016/17 och är tänkta att fortgå under hela året. Det bör innebära att investeringstakten under första halvåret 2017 är ungefär densamma som under andra halvåret 2016. Förslagen innebär att Riksbankens köp vid mitten av 2017 kommer att uppgå till 275 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar.

Jansson ställde sig bakom att utöka köpen av statsobligationer i enlighet med utkastet till penningpolitisk rapport. Han ställde sig också bakom prognosen och övriga penningpolitiska antaganden som görs i rapportutkastet.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon ställer sig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport och att hon stöder förslaget att låta reporäntan ligga kvar på $-0,50$ procent, att justera reporäntebanan och att utöka köpen av statspapper med 30 miljarder kronor under första halvåret 2017. Hon ställde sig också bakom beslutet att fördela ut återinvesteringarna av förfall under 2017.

Utvecklingen efter det penningpolitiska mötet i oktober har å ena sidan präglats av osäkerhet efter valet i USA och å andra sidan av något starkare utfall för realekonomiska data i omvärlden, konstaterade af Jochnick. Inflationen i omvärlden är på väg uppåt, men det beror främst på stigande energipriser. Världshandeln för varor återhämtade sig något det tredje kvartalet i år

efter att ha fallit två kvartal i rad. Indikatorerna talar för en fortsatt återhämtning i slutet av året. Men det har också förekommit varningar för att världsekonomin efter olika politiska utspel kan komma att drabbas av mer protektionism och därmed lägre världshandel framöver, noterade hon.

Makrodata i USA har utvecklats bra vilket banade väg för Federal Reserves räntehöjning förra veckan. BNP-tillväxten för tredje kvartalet blev 3,2 procent jämfört med andra kvartalet och uppräknat till årstakt och arbetslösheten är på en historiskt låg nivå. Inflationen, mätt med KPI, var i november 1,7 procent.

Om alla de förslag som den nyvalde presidenten Donald Trump lanserade i valrörelsen skulle genomföras får de motverkande effekter på den ekonomiska tillväxten, menade af Jochnick. En mer expansiv finanspolitik ger positiva tillväxteffekter, medan mer protektionism och striktare immigrationslagar dämpar tillväxten. Det är dock svårt att göra en kvalificerad bedömning eftersom det är okänt vilka förslag som faktiskt kommer att genomföras, konstaterade hon. Det innebär att Riksbankens bedömning av den globala utvecklingen innehåller ett betydande mått av osäkerhet kopplad till amerikansk politik under 2017 och framåt. Sammantaget väntas dock BNP i USA växa något snabbare 2017 och 2018 jämfört med föregående prognos. Till osäkerheten om den globala utvecklingen ska också läggas den politiskt komplicerade processen för att hantera Storbritanniens utträde ur EU. Det kommer att ta lång tid innan effekterna av ett utträdesavtal kan överblickas.

För svensk del så ser makrodata ganska bra ut, fortsatte af Jochnick. Tillväxten är stark och det ser nu ut som att efterfrågan från Sveriges viktigare exportmarknader också ökar, om än långsamt i ett historiskt perspektiv. Arbetsmarknaden präglas av hög sysselsättning även om den är fortsatt tudelad med en ökad arbetslöshet bland utsatta grupper. Bristtalen ökar i flera branscher och resursutnyttjandet är något högre än normalt i nuläget. Det är också glädjande att både företag och hushåll visar stigande optimism i olika förtroendeindikatorer. Detta borde sammantaget leda till högre inflation om historiska samband fortfarande gäller, bedömde hon.

Trots den relativt goda utvecklingen i svensk ekonomi så stiger dock inflationen långsamt. Inflationen har under hösten utvecklats något svagare än väntat. Det är särskilt tjänstepriserna som vid flera tillfällen visat en blygsam utveckling. Det betyder att det finns en fortsatt risk för att inflationen bli svagare än väntat framöver, sade af Jochnick. I oktober gjorde Riksbanken bedömningen att inflationen stiger mot två procent men att det tar längre tid än tidigare bedömts. Direktionen beslöt därför i oktober att revidera reporäntebanan dels genom att indikera en större sannolikhet i närtid för ytterligare reporäntesänkning och dels genom att skjuta på den första reporäntehöjningen i sex månader till början av 2018. Dessutom förklarade direktionen sig redo att förlänga köpen av statsobligationer, fortsatte hon.

Riksbankens bedömning är att utvecklingen i omvärlden och Sverige har förbättrats något sedan det penningpolitiska mötet i oktober. Inflationen mätt med KPIF väntas nu öka långsamt och nå

2 procent i mitten av 2018. Det finns dock flera skäl till att det är fortsatt osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga framöver, underströk af Jochnick. En central faktor är penningpolitiken i omvärlden. Efter oktobermötet så har både ECB och Federal Reserve fattat nya beslut om penningpolitiken som direktionen idag måste väga in i det penningpolitiska beslutet.

Kronan har under hösten varit svagare än Riksbanken prognostiserat. Riksbankens bedömning är nu att kronan ska förstärkas längre fram, men som redovisas i fördjupningen i utkastet till penningpolitisk rapport påverkas kronan av många olika faktorer både i omvärlden och i Sverige. af Jochnicks bedömning är att Riksbanken fortsatt behöver värna en stabil utveckling av kronan så att den inte stärks alltför snabbt.

Sammantaget bedömde hon att utvecklingen efter det penningpolitiska mötet i oktober i stora drag varit i linje med Riksbankens prognoser. Svensk ekonomi utvecklas väl men inflationstrycket är fortsatt svagt och i vår omvärld finns frågetecken såväl om världshandeln som andra centralbankers penningpolitik. Precis som i oktober kvarstår därför osäkerhet om hur snabbt inflationen kan komma tillbaka till målet. Eftersom utvecklingen varit nära Riksbankens prognoser fann af Jochnick ingen anledning att vid detta möte överväga ytterligare en reporäntesänkning för att påverka räntorna på kort sikt.

Däremot bedömde hon att inflationsprognosen fortsatt är behäftad med osäkerhet som en följd av flera faktorer. Enligt af Jochnicks bedömning har Riksbanken hittills varit framgångsrika med köpen av statspapper och lyckats skapa goda förutsättningar för ökat resursutnyttjande och en kronutveckling som leder till att inflationsmålet uppnås. Hon bedömde därför att det nu inte är lämpligt att avsluta statspappersköpen, särskilt inte i en miljö där ECB:s köp av värdepapper fortsätter att vara relativt omfattande. ECB har ju både utökat sina köp och sagt sig vara redo att utöka köpen ytterligare vid behov. Om direktionen idag inte beslutar att utöka köpen av statspapper finns en risk att kronan stärks på ett sätt som bromsar inflationsuppgången, betonade af Jochnick.

Vad gäller återinvesteringarna relaterade till statsobligationer som förfaller i augusti 2017, ansåg hon det vara bra att direktionen redan nu aviserar att Riksbankens avsikt är att sprida ut återinvesteringarna för att inte belasta marknaden med stora köp vid enstaka tillfällen.

Slutligen ville af Jochnick också ta upp att hon delar den oro som uttrycks i utkastet till penningpolitisk rapport över att låga räntor under lång tid kan leda till alltför hög skuldsättning och bidra till höga tillgångsvärderingar. Det finns risk att det skapar felaktiga incitament som kan skapa övervärderingar av både reala och finansiella tillgångar. Riksbanken har analyserat detta i den senaste stabilitetsrapporten. Sammantaget var det af Jochnicks bild att de frågor Riksbanken hittills lyft vad gäller den dysfunktionella bostadsmarknaden och återverkningarna på hushållens skuldsättning utgör några av de största riskerna för svensk ekonomi. Europeiska systemrisknämndens (ESRB) varning till Sverige i november understryker att åtgärder är mycket angelägna för att minska riskerna med hushållens skuldsättning och den illa fungerande

bostadsmarknaden. ESRB lyfter fram, precis som Riksbanken tidigare har gjort, bostadsmarknaden, beskattning av bostäder och utformningen av makrotillsynen. Problemen i Sverige kan inte lösas genom enkla åtgärder utan det krävs en mix av lämpliga åtgärder som över tiden bidrar till att reducera riskerna för svensk ekonomi, avslutade af Jochnick.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han avsåg börja lite bredare och med lite bakgrund innan han skulle komma in på dagens beslut. Han började med att fråga sig vilka frihetsgrader penningpolitiken egentligen har i en liten öppen ekonomi? De senaste årens erfarenheter visar att i en värld med fria kapitalrörelser påverkas handlingsutrymmet för den inhemska penningpolitiken av penningpolitiken i andra länder. Växelkursen i små länder som Sverige påverkas i hög grad av penningpolitiken i USA respektive euroområdet.

Under flera perioder har man kunnat notera att när penningpolitiken i stora valutaområden läggs om eller förväntas läggas om i mer eller mindre expansiv riktning kan det uppstå kraftiga marknadsreaktioner i andra länder. En annan lärdom är att när ränteläget i omvärlden spiller över på Sverige och andra öppna ekonomier så är det viktigt att ha det egna huset i ordning. Inflationsmålet kan bara fungera som ett ankare i ekonomin om penningpolitiken backas upp av en trovärdig finanspolitik och ett stabilt finansiellt system.

Det lärde vi oss i Sverige på ett mycket konkret sätt under 1994/95. I början av 1994 höjde Federal Reserve som första centralbank styrräntan. De långa räntorna började stiga. Räntan steg mer i Sverige än i flera andra länder. Vi hade en ogynnsam inflationshistoria, stora budgetunderskott och kvarstående finansiella obalanser efter bankkrisen. Statens årliga lånebehov låg på en mycket hög nivå. Det bidrog till stigande inflationsförväntningar och en svagare krona. Inflationsmålet var hotat redan från start. Mot bakgrund av ett tilltagande inflationstryck höjde Riksbanken därför styrräntan i augusti 1994. Men det gjordes särskilda kalkyler för att uppskatta hur mycket räntan skulle kunna höjas utan att de svenska bankerna skulle kollapsa igen. Det fanns alltså vid denna tid en slags övre gräns för räntan, vilket förefaller avlägset från dagens situation när så mycket av diskussionen handlar om räntans nedre gräns.

Enligt Ingves var en sanering av statsfinanserna vid mitten av 1990-talet nödvändig för att skapa förutsättningar för lägre inflationsförväntningar, en nedgång av långa räntor och en appreciering av kronan – så att inflationsmålet skulle bli trovärdigt.

Det finns också mer närliggande exempel på penningpolitikens omvärldsberoende och att länder som inte har sitt eget hus i ordning påverkas mer än andra. Under 2013 uppstod osäkerhet om när Federal Reserve skulle börja trappa ned sina obligationsköp. Stigande räntor och en förstärkning av konjunkturutsikterna i utvecklade länder bidrog till kapitalutflöden och valutaturbulens i flera tillväxtekonomier. Det gällde särskilt länder med stora bytesbalansunderskott, hög inflation och stor andel kortsiktiga skulder.

Ett ytterligare dilemma kan uppstå om penningpolitiken i stora valutaområden befinner sig i olika faser. I början av 2014 hade Federal Reserve påbörjat nedtrappningen av de månatliga obligationsköpen, medan styrräntan i USA förväntades ligga kvar på sin låga nivå en längre tid. ECB uttryckte å andra sidan en beredskap att sänka räntan ytterligare och öppnade för möjligheten att köpa tillgångar från banker för att underlätta kreditgivningen. Förväntningar om en mer expansiv penningpolitik från ECB bidrog till att kronan stärktes, särskilt mot euron.

I mitten av 2014 hade det blivit än tydligare att centralbankerna i omvärlden befann sig i olika faser. Federal Reserve fortsatte trappa ned tillgångsköpen och styrräntan i USA förväntades höjas andra halvåret 2015. ECB däremot sänkte styrräntan och annonserade ett stödpaket för att underlätta tillgången på banklån för små och medelstora företag. I början av 2015 hade ECB beslutat om stora tillgångsköp för att göra penningpolitiken mer expansiv och se till att inflationen började stiga. Givet penningpolitiken i omvärlden fanns alltså en risk för att kronan skulle bli för stark. Man kan säga att kronan var positionerad mellan dollarn och euron. I ett läge med låg inflation i både Sverige och euroområdet var Riksbankens bedömning att kronan behövde vara närmare euron, och det gäller fortsättningsvis.

I det läget var det lämpligt att för första gången sänka reporäntan under noll procent och inleda köpen av statsobligationer. Detta i ett läge med en inflation under målet och sviktande inflationsförväntningar.

Riksbankens räntesänkningar och köpen av statsobligationer, som inleddes i början av 2015, har också fått önskad effekt genom att reducera räntorna och räntedifferensen mot omvärlden samt försvaga växelkursen. Lärdomen är att köpen av statsobligationer fungerat mycket bra som ett komplement till räntesänkningarna när det gäller att pressa ned den svenska avkastningskurvan.

Med det här som bakgrund gick Ingves in på dagens beslut. Sedan föregående möte har den realekonomiska utvecklingen i omvärlden varit litet starkare än väntat. Det finns tecken på en starkare utveckling nästa år i ekonomier som är viktiga för Sveriges export, som USA, Storbritannien och euroområdet.

I euroområdet väntas återhämtningen fortsätta ungefär som i tidigare bedömning. Den låga inflationen i euroområdet har föranlett ECB att ytterligare utöka sina penningpolitiska stimulanser. Även om återhämtningen i euroområdet fortsätter finns kvarstående obalanser efter krisen, inte minst i banksektorn. Det finns även osäkerhet kring den politiska utvecklingen och statsfinanserna i flera länder samt kring hanteringen av flyktingkrisen. I USA väntas återhämtningen fortgå under prognosperioden, litet starkare än i den penningpolitiska rapporten i oktober. Konsumtionen fortsätter att växa, mot bakgrund av en god utveckling på arbetsmarknaden. Efter presidentvalet i USA väntas också finanspolitiken bli mer expansiv även om det är osäkert hur länge effekterna blir positiva för tillväxten, eftersom den långsiktiga stabiliteten i statsfinanserna kan försämrats. Till det kommer osäkerhet om i vilken mån ökad protektionism skulle kunna hämma handel och tillväxt.

Statsobligationsräntorna i USA har stigit under hösten. Ränteuppgången har spritt sig till andra länder och dragit med sig internationella statsobligationsräntor med längre löptider uppåt. I flera tillväxtländer, särskilt sådana som inte har sitt eget hus i ordning, har också börskurser dämpats och växelkursen mot dollarn försvagats. Den svenska avkastningskurvan har också blivit brantare. Den allt starkare utvecklingen i den amerikanska ekonomin bidrog till att Federal Reserve i förra veckan höjde intervallet för sin styrränta och nu räknar med att räntehöjningar under 2017 kommer att ske i en snabbare takt än tidigare.

Det innebär att vi nu är inne i det scenario som först diskuterades i början av 2015, när förväntningarna om skillnaderna i penningpolitik mellan ECB och Federal Reserve började bli påtagliga, fortsatte Ingves.

I Sverige är det inhemska konjunkturläget starkt. Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt hög. Hög offentlig konsumtion och expansiv penningpolitik har bidragit till hög inhemsk efterfrågan. Under kommande år blir återhämtningen i omvärlden särskilt viktig för den svenska ekonomins utveckling. BNP bedöms växa med 3,4 procent i år. Därefter avtar tillväxttakten successivt till 2,1 procent 2019.

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014. Det beror bland annat på den expansiva penningpolitiken, att resursutnyttjandet har ökat och att kronan har försvagats. Den svenska inflationen har dessvärre utvecklats något svagare än väntat de senaste månaderna, noterade Ingves. Vid flera tillfällen blev bland annat tjänstepriserna lägre än väntat. Dock räknar Riksbanken nu med att det finns förutsättningar för en fortsatt uppgång i inflationen. Resursutnyttjandet fortsätter att stiga, vilket pressar upp inflationen, även om det sker med en viss eftersläpning. Kronan har försvagats under 2016 vilket också bedöms ge ett bidrag till stigande inflation, främst under 2017. Kronan väntas dock stärkas i måttlig takt under kommande år men när det sker väntas pristrycket i omvärlden stiga och bidra till ökad inflation i Sverige. Inflationen väntas öka långsamt och nå 2 procent i mitten av 2018. Senast KPIF-inflationen var 2 procent var år 2010.

Enligt Ingves behöver penningpolitiken fortsätta att ge ett kraftfullt stöd för att inflationen ska stiga mot 2 procent. Det talar för att behålla reporäntan på -0,50 procent. Prognosen innebär att räntehöjningar inleds i början av 2018. Men det finns fortfarande osäkerhet om vilket genomslag resursutnyttjande och växelkurs kommer att få på inflationen. Efter en period med låg inflation länge är det förstås glädjande att inflationen ökar. Men Ingves ser fortfarande risker för att inflationen blir lägre än väntat. Han nämnde tre möjliga riskfaktorer, som bidrar till osäkerhet om styrkan i inflationsuppgången.

Den första risken anknyter till det inledande temat om penningpolitiken i omvärlden och den svenska kronan. I euroområdet har ECB beslutat att fortsätta sina lättnader genom att låta tillgångsköpen pågå ytterligare nio månader men i en något lägre takt. ECB är också redo att utöka köpen ytterligare vid behov. Det betyder en risk att kronan blir starkare än i den aktuella

bedömningen. En alltför snabb förstärkning av växelkursen skulle dämpa importpriserna och efterfrågan. Det skulle bli svårare att nå inflationsmålet som prognostiserat.

En annan risk är kopplad till arbetsmarknaden. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport bygger på att en förbättrad konjunktur leder till högre löneökningar. Normalt noteras högre löneökningar med en viss eftersläpning i relation till konjunkturen. Bristtalen på arbetsmarknaden talar nu för stigande löner, men ökningstakten förefaller lägre än vad historiska samband indikerar. Risken är att sambandet mellan resursutnyttjande och löneutveckling är svagare än tidigare.

En tredje risk handlar om ökad konkurrens och ny teknik. Både tjänstepriser och varupriser utvecklas ibland överraskande svagt. En förklaring kan vara att det sker stora förändringar i ekonomin till följd av ökad global konkurrens. I Riksbankens senaste företagsundersökning noterades att e-handel och ökad konkurrens har bidragit till låga prisplaner för handelsföretag och tjänsteföretag som säljer direkt till hushåll. Det kan påverka inflationstrycket i varje fall temporärt framöver.

Ingves slutsats för penningpolitiken av prognoserna och riskbilden i utkastet till penningpolitisk rapport är att utöver att bibehålla den låga räntan är det också rimligt och väl avvägt att utöka köpen av statsobligationer. Det står klart att tidigare köp har gett resultat. Det står också klart att det är viktigt för Riksbanken att vara pro-aktiv. Köpen föreslås nu utökas med ytterligare 30 miljarder kronor, under första halvåret 2017. Vid mitten av 2017 kommer därmed köpen att uppgå till 275 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar. Det är också rimligt att återinvestera förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. På så sätt vidmakthålls den expansiva penningpolitiken.

Ingves avslutade sitt inlägg med att återkomma till frågan om vi i Sverige har vårt eget hus i ordning idag. När det gäller finanspolitiken är han beredd att svara ja på den frågan. Sedan det nya regelverket för offentliga finanser infördes under andra hälften av 1990-talet har finanspolitiken fungerat betydligt bättre än under perioden innan. Det hindrar inte att utmaningar kan uppstå under de kommande åren, så är det alltid. Ett exempel är att den demografiska utvecklingen kan driva upp de offentliga utgifterna.

När det gäller makrotillsynen och bostadsmarknaden är svaret däremot nej, enligt Ingves. Den svenska bostadsmarknaden är högt värderad i ett historiskt perspektiv. Kredittillväxten hos hushållen är fortsatt hög och uppgick till 7,3 procent i oktober (banklån). Bostadspriserna steg med 7,9 procent i november. Höga bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning innebär mycket stora risker för den ekonomiska och finansiella stabiliteten. En varning utfärdades för den svenska bostadsmarknaden av ESRB i november. ESRB pekade på snabbt ökande bostadspriser och hög och ökande skuldsättning. Även IMF pekade i sin artikel IV-rapport på riskerna på den svenska bostadsmarknaden och efterlyste reformer. Det är också viktigt att beakta att det svenska finansiella systemet är betydligt större idag än vid mitten av 1990-talet. Banksystemet är

stort, koncentrerat, utsatt för likviditetsrisker och allt mer exponerat mot bostadsmarknaden. Affärsbanker har närmast blivit bolånebanker. Till det kommer att svenska banker har omfattande aktiviteter internationellt.

Självt har Ingves vid många tillfällen noterat att Riksbankens expansiva penningpolitik förutsätter att riskerna på bostadsmarknaden hanteras av andra politikområden. Finansinspektionen har vidtagit vissa åtgärder men mer krävs för att minska riskerna. Det behövs en kombination av olika åtgärder, inom flera politikområden, för att minska riskerna. Det behövs åtgärder inom makrotillsynen, bostadspolitik och skattepolitiken för att begränsa hushållens skulduppbyggnad och förbättra den svenska bostadsmarknaden. Utan sådana åtgärder riskeras den långsiktiga ekonomiska stabiliteten i Sverige, med risk för spridningseffekter till våra grannländer.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Vidare anser han att de förfall och kupongbetalningar som kommer att ske för statspappersportföljen under 2017 bör återinvesteras under samma år. Däremot anser han inte att tillgångsköpen bör utökas med 30 miljarder kronor under första halvåret 2017.

Ohlsson påpekade att detta var hans tolfte ordinarie penningpolitiska möte, att dussinet nu var fullt. Han inledde därför sitt anförande med några personliga reflektioner och slutsatser från sina två första år i Riksbankens direktion. Det handlade inte om att han påbörjat sina memoarer, betonade Ohlsson. Orsaken var istället att dessa reflektioner och slutsatser hade betydelse för hans penningpolitiska resonemang och slutsatser vid detta beslutstillfälle.

Vid den senaste inflationsmätningen i november var den årliga ökningstakten för KPIF 1,6 procent. Motsvarande mätning i november 2014 visade på en årlig ökningstakt för KPIF på 0,6 procent. Uppgången är 1 procentenhet, det är en signifikant uppgång enligt Ohlsson. Under de gångna två åren har med andra ord inflationstakten rört sig från att vara långt från inflationsmålet till att vara relativt nära.

Årets decembermätning av inflationsförväntningarna på ett års sikt bland penningmarknadsaktörer låg på 1,5 procent. I december 2014 låg förväntningarna på ett års sikt på 0,7 procent. Uppgången är 0,8 procentenheter, det är en signifikant ökning enligt Ohlsson.

Arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) var i november i år 6,2 procent (ej säsongrensad). I motsvarande undersökning för november 2014 var arbetslösheten 7,4 procent. Nedgången är 1,2 procentenheter. Det är en signifikant nedgång sade Ohlsson. Han noterade vidare att den motsvarar cirka 60 000 sysselsatta. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport

beräknas BNP växa med 3,4 procent under 2016. BNP-tillväxten år 2014 uppgick till 2,6 procent. Uppgången är 0,8 procentenheter, det är en signifikant uppgång.

Dessa utfall för viktiga makroekonomiska variabler visar på en mycket positiv utveckling för den svenska ekonomin under de senaste åren. Den expansiva penningpolitiken som Riksbanken har bedrivit är en mycket bidragande faktor till detta, enligt Ohlsson.

Han sade att han upplevde att det i vardagen är sällan som vi har en horisont som sträcker sig så långt som två år. Han följde upp med några personliga reflektioner. Han betonade att de inte var menade som kritik av andra, snarare som självkritik. Ohlsson sade att han är en lika god kålsupare som andra.

Vardagen för ekonomisk-politiska beslutsfattare, chefsekonomer, ekonomiska bedömare, ekonomijournalister, intresserade akademiker, med flera, består av ett ständigt flöde av nya data, av nya siffror. Nya inflationssiffror publiceras 12 gånger per år, och så ofta publiceras också data över inflationsförväntningar, arbetslöshet, konjunkturläge, etc. Nationalräkenskaperna publiceras fyra gånger per år. Och Riksbanken bidrar med penningpolitiska beslut sex gånger per år. Nästan en tredjedel av alla arbetsdagar kommer en "siffra". Till det kommer att växelkurser, marknadsräntor och börskurser rapporteras i realtid.

Många har liksom Riksbankens direktionsarbetsuppgift att tolka detta flöde. Om någon siffra i någon mening är sämre än förväntat, om än så lite, kan vi läsa rubriker som: "Riksbanken är inträngd i ett hörn". Skulle siffran vara bättre än förväntat, om än så lite, kan vi läsa rubriker som: "Riksbanken kan andas ut". Och många gånger beskriver dessa rubriker just vad de penningpolitiskt intresserade upplever – och det gäller även Riksbankens direktionsarbetsuppgift.

Det som är så lätt att glömma bort är den osäkerhet som dessa siffror är förknippade med och den många gånger falska känsla av exakthet som så lätt infinner sig, menade Ohlsson. Hur lätt glömmes man att många siffror kommer från undersökningar med små urval? Vidare kan underlagen ibland vara bristfälliga, säsongsmönster kan ändra sig så att det blir svårt med säsongrensning och mänskliga fel kan leda till felaktiga siffror. Och i många fall är de siffror som kommer preliminära, justeringar kan ske flera gånger under lång tid innan siffrorna når det definitiva stadiet. Det 95-procentiga konfidensintervallet för en inflationssiffra är $\pm 0,3$ procentenheter. Motsvarande konfidensintervall för arbetslösheten enligt AKU är $\pm 0,4$ procentenheter.

Ohlsson påminde om att han nyligen höll ett anförande vid Luleå tekniska universitet där han diskuterade dessa frågeställningar. Hans val av titel var: "Tiondelarnas tyranni". Ohlsson anser att alla skulle tjäna på att, åtminstone ibland, lyfta sig från tiondelarna – och hundradelarna. Samtidigt är det viktigt att inse att tiondelarna ibland inte handlar om brus utan snarare om ett

viktigt trendbrott. Så var det i februari 2015 då kronan började stärkas mycket snabbt. Det är en utmaning att skilja trendbrott från brus.

Ohlsson gick sedan över till några reflektioner kring nuläget. BNP-tillväxten i Sverige är alltså snabb för närvarande. AKU visar fortsatt på en minskande arbetslöshet. Arbetslösheten ligger dock enligt Ohlssons mening fortfarande på en för hög nivå. Skillnaderna mellan olika grupper härvidlag blir allt tydligare. Inrikes födda har en betydligt bättre arbetsmarknadssituation än utrikes födda. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. Andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna låg i november på 2,4 procent. Andelen är nu lägre än den var före finanskrisen. Slutsatsen av dessa reala indikatorer är att det samlade resursutnyttjandet i den svenska ekonomin nu har passerat normala nivåer och kan förväntas bli än högre de kommande åren.

Inflationsförväntningarna på fem års sikt ligger idag nära men strax under inflationsmålet. Vid den senaste mätningen i december låg den förväntade årliga inflationstakten på fem års sikt på 1,9 procent bland aktörer på penningmarknaden. Det är tillfredställande att förväntningar på längre sikt nu, i princip, är tillbaka på inflationsmålet, menade Ohlsson.

I omvärlden kan noteras att Federal Reserve vid sitt decembermöte höjde sin styrränta. Tre ytterligare höjningar kan komma under 2017. De amerikanska långräntorna har också stigit ordentligt. ECB beslutade vid sitt decembermöte att hålla sin styrränta konstant medan man valde att förlänga sitt program för köp av obligationer 2017 ut. Den månatliga köptakten dras dock ner.

Som Ohlsson tidigare noterade visade novembermätningen av KPIF på en årlig ökningstakt om 1,6 procent. Inflationen ligger alltså fortfarande under inflationsmålet. Detta talar för fortsatt expansiv penningpolitik. Men behövs ytterligare penningpolitiska åtgärder?

När det gäller dagens penningpolitiska beslut är en fråga vad som är möjligt att göra, enligt Ohlsson. Det är i och för sig möjligt att göra penningpolitiken mer expansiv. Samtidigt finns det, för det första, tecken på att penningpolitikens genomslag har minskat. För det andra borde inflationen stiga i takt med att resursutnyttjandet ökar. Så har inte skett i den utsträckning som det har skett tidigare. Frågan är om de historiska sambanden mellan resursutnyttjande och inflation inte längre är giltiga. Inflationen har inte stigit i samma utsträckning som resursutnyttjandet. Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation var ämnet för en fördjupningsruta i den penningpolitiska rapporten i oktober. Fördjupningen presenterar problematiken på ett bra sätt, men det finns mer arbete att göra på detta område.

För det tredje verkar sambandet mellan växelkurs och inflation inte så entydigt som tidigare har antagits. Sedan sommaren har den svenska kronan försvagats kraftigt samtidigt som inflationen

inte har stigit i samma utsträckning. Växelkursens genomslag på inflationen diskuteras på ett förtjänstfullt sätt i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport. Det finns dock enligt Ohlsson fler stenar att vända på när det gäller detta samband.

En andra fråga är vad som är önskvärt att göra med penningpolitiken. Här handlar det om att väga fördelarna med olika penningpolitiska alternativ mot nackdelarna. Mot penningpolitisk expansion, som verkar få allt mindre genomslag, står nackdelar som blir allt tydligare. Exempelvis ökar tillgångspriserna idag snabbt i Sverige.

Det finns vidare allt fler tecken på jakt på avkastning, ekonomiska aktörer uppvisar förlustaversion i den aktuella världen med negativa räntor. En del kommer att lyckas med sitt ökade risktagande, andra kommer att misslyckas, påpekade Ohlsson.

Vi ser också en ökad press på pensionssystemen när avkastningarna pressas ner. Detta har inte enbart med penningpolitik att göra utan de låga globala långa realräntorna spelar stor roll. Men som tidigare sagt, de långa realräntorna verkar vara på väg upp.

Slutligen finns det troligen penningpolitiskt krut kvar, men antagligen inte i obegränsad mängd. Det som återstår bör sparas till situationer då behovet är större än idag, enligt Ohlsson.

Ohlsson frågade sig om verkligen mer expansiv penningpolitik är lösningen på problemet att inflationstakten ligger en halv procentenhet under målet. Även utan sänkt reporänta och utökade tillgångsköp menar Ohlsson att penningpolitiken kommer att medverka till en stigande inflationstakt. Det går inte att bortse från att reporäntan redan ligger på -0,50 procent och att obligationsköpen uppgår till 245 miljarder kronor.

Ohlssons penningpolitiska slutsatser var att reporäntan borde hållas oförändrad och att obligationsköpen inte borde utökas. Däremot anser han att de förfall och kupongbetalningar som kommer att ske för statspappersportföljen under 2017 bör återinvesteras under samma år. Beträffande räntebanan menade han att den fortsatt bör utformas så att höjningar av reporäntan kommer att inledas under början av 2018. Skillnaden mellan den aktuella reporäntan och reporäntebanans minimum tolkas av många som ett mått på sannolikheten för en kommande sänkning av reporäntan. Här menade Ohlsson att räntebanan borde utformas så att denna sannolikhet nu är lägre än vid oktobermötet och på samma nivå som vid septembermötet. Han förklarade att han dock inte tänkte reservera sig på denna punkt.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att poängtera, apropå Ohlssons inlägg, att de senaste årens svenska penningpolitik för honom inte handlar om en kortsiktig strävan efter att få inflationen till precis 2 procent. Riksbankens penningpolitik måste ses i ljuset av att inflationen har legat klart under inflationsmålet under en lång tid och att förtroendet för målets och penningpolitikens trovärdighet tidvis har varit hotat. Som Ingves nämnde har KPIF-inflationen

inte nått upp till 2 procent sedan 2010. Ett kanske viktigare mått är underliggande inflation enligt KPIF exklusive energi. Det inflationsmålet har inte nått upp till 2 procent sedan slutet av 2009. Inflationen har enligt de olika måtten i genomsnitt legat ungefär 1 procentenhet under inflationsmålet de senaste sju åren. Flodén betonade att det därför för honom inte handlar om en kortsiktig jakt efter tiondelar i inflationsutvecklingen utan om att slå vakt om inflationsmålets trovärdighet.

Flodén övergick sedan till att diskutera utvecklingen efter det senaste penningpolitiska mötet. Vid det mötet, i slutet av oktober, stod två månader fyllda av viktiga politiska och ekonomiska händelser i vår omvärld för dörren. Ingen av dessa händelser har hittills omkullkastat Riksbankens prognoser för de närmsta åren, men utfallet av det amerikanska presidentvalet gör att utvecklingen för världsekonomin på lång sikt förefaller mer osäker.

Internationellt har långräntorna stigit efter Riksbankens senaste penningpolitiska möte. Detta gäller främst i USA, där stigande inflationsförväntningar verkar ligga bakom en stor del av ränteuppgången. Flodén tycker att det är intressant att diskussionen i många kretsar nu gäller risken för att inflationen ska bli alltför hög snarare än att vi ska fastna i en låginflationsfälla. Diskussionen får viss relevans för Riksbankens penningpolitik när man ser tecken på att den sprider sig även till Sverige, eftersom den kan påverka inflationsförväntningarna och därmed pris- och lönebildningen. Här har ju vissa tidigare menat att låginflationsmiljön är en oundviklig följd av digitalisering och teknologisk utveckling. Under nästa år kommer vi att se tydligt högre inflation i vår omvärld när effekterna av de tidigare oljeprisfallen klingar av. I kombination med de stigande långsiktiga internationella inflationsförväntningarna tror Flodén att detta minskar risken för sjunkande inflationsförväntningar i Sverige.

I Sverige har utvecklingen de senaste månaderna i grova drag bekräftat bilden i den penningpolitiska rapporten i oktober, menade Flodén. Realekonomin ser möjligen något starkare ut medan den underliggande inflationen på marginalen har varit en besvikelse. De kortsiktiga inflationsförväntningarna i Prosperas undersökning har fortsatt att stiga medan de femåriga förväntningarna ligger kvar på en högre nivå än för några år sedan. Samtidigt har de implicita inflationsförväntningar som följer av marknadsprissättningen på nominella och reala statsobligationer stigit tydligt på alla löptider. Inflationsförväntningarna i kombination med det allt högre resursutnyttjandet gör att förutsättningarna för en inflationsuppgång de kommande åren är goda.

Till detta kommer att kronan har blivit överraskande svag det senaste halvåret och särskilt efter det senaste penningpolitiska mötet. Kronförsvagningen kommer förmodligen att förstärka inflationsuppgången under det kommande året. Och även om kronan skulle stärkas något från nuvarande nivåer kommer växelkursens utveckling knappast att förhindra att inflationsuppgången fortsätter, enligt Flodén.

Flodén övergick sedan till att resonera kring de penningpolitiska avvägningarna. Vid det penningpolitiska mötet i oktober indikerade Riksbanken en hög sannolikhet för att reporäntan skulle sänkas vid dagens möte, och dessutom att köpen av statsobligationer skulle fortsätta under 2017. Flodén tyckte då att reporäntebanan implicerade en alltför hög sannolikhet för en räntesänkning, och det tycker han att förslaget till räntebana gör även vid dagens möte. Han ville också klargöra att han inte har varit nära att förespråka en räntesänkning vid dagens möte.

Men beslutet angående statsobligationsköpen var inte lika självklart för Flodén som påpekade att det finns argument som talar både för att avsluta köpen och för att fortsätta med dem. Mot fortsatta köp talar den starka utvecklingen i svensk ekonomi i kombination med högre inflationsförväntningar. Den utvecklingen bidrar ju till att inflationen förmodligen kommer att stiga på sikt även om det skulle uppstå vissa motgångar på vägen. En annan faktor som talar mot fortsatta köp är att Riksbanken nu har köpt en betydande andel av den utestående stocken av nominella statsobligationer. Det medför förmodligen att det penningpolitiska genomslaget av ytterligare köp blir mindre. En indikation på detta är det stora utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet och att de kortaste marknadsräntorna på statspapper har pressats ner till det golv som faciliteten lägger 40 punkter under reporäntan.

Att Riksbankens köp hittills har fungerat väl och förmodligen varit ett viktigt bidrag till den starkare inflationsutveckling som vi nu ser talar för fortsatta köp. Även om inflationen och inflationsförväntningarna har stigit får man nog säga att inflationsuppgången fortfarande är bräcklig, menade Flodén. Det är viktigt att slå vakt om den senaste tidens utveckling, och det skulle vara förenat med risker att redan nu helt avbryta obligationsköpen.

Flodéns sammantagna bedömning var att det var lämpligt att vid dagens möte besluta om fortsatta obligationsköp men att dessa under nästa halvår bör ske i en långsammare takt än under hösten 2016. Dessutom bedömde han att det nu finns större möjligheter att få ett önskat penningpolitiskt genomslag genom köp av reala snarare än nominella obligationer. Köp av nominella statsobligationer kan som han redan påpekat bli mindre effektiva när Riksbanken redan äger en stor andel av obligationerna. Till detta kommer återinvesteringen av en stor återbetalning av nominella obligationer som förfaller i augusti 2017. Flodéns bedömning är att Riksbankens köp kommer att ske i onödigt snabb takt, och att den köpta stocken dessutom blir onödigt stor under våren 2017, om återinvesteringen fördelas över hela 2017 samtidigt som man beslutar om nya köp av nominella obligationer. Han förklarade att han därför inte kunde ställa sig bakom förslaget att vid dagens möte fatta beslut om att utöka de nominella obligationsköpen med 15 miljarder kronor.

Flodéns förslag var i stället att Riksbanken under första halvåret 2017 köper reala statsobligationer för 15 miljarder kronor och dessutom, såsom i förslaget till penningpolitiskt beslut, fördelar återinvesteringen av förfallet av de nominella obligationer som återbetalas med

nästan 30 miljarder kronor i augusti över hela 2017. Det skulle medföra en tydlig och lagom stor nedtrappning av köptakten under nästa halvår i förhållande till det senaste halvårets köp.

Flodén sade att den penningpolitik han förespråkar förmodligen skulle uppfattas som något stramare än marknadens nuvarande förväntningar på det penningpolitiska beslutet vid dagens möte. Han bedömde att ett sådant beslut, jämfört med beslutsförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport, ändå inte skulle medföra någon större förändring av prissättningen på de finansiella marknaderna eller mer generellt för förtroendet för inflationsmålet.

Sammanfattningsvis förklarade han att han alltså inte ställer sig bakom förslaget att utöka köpen av nominella statsobligationer. Däremot ställde han sig bakom övriga förslag, det vill säga att lämna reporäntan på $-0,50$ procent, att utöka köpen av reala statsobligationer med 15 miljarder kronor, planen för fördelning av återinvesteringar av kuponger och förfall, samt den ekonomiska prognosen och utkastet till penningpolitisk rapport.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Han konstaterade att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen, i omvärlden och i Sverige, och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i oktober har utsikterna för konjunkturen i omvärlden blivit lite ljusare. Utvecklingen framöver är dock kantad av osäkerhet, vilket noterats på olika sätt under mötet och som även framgick av redogörelsen av frågor som diskuterats under beredningsarbetet.

I Sverige har Riksbankens penningpolitik, med negativ reporänta och köp av statsobligationer, bidragit till en hög tillväxt, fallande arbetslöshet, högre inflation och stigande inflationsförväntningar, inte minst på längre sikt där inflationsförväntningarna nu är nära 2 procent. Den starka konjunkturen innebär att det finns goda förutsättningar för inflationen att fortsätta stiga. I mitten av 2018 väntas den nå 2 procent, i stort sett oberoende av inflationsmått.

Men det finns risker som kan äventyra inflationsuppgången. De senaste månadernas inflation har varit lägre än väntat och det är osäkert hur snabbt den kommer att stiga. Det är till exempel svårt att veta hur kronans växelkurs kommer att utvecklas i en miljö där ECB utökat sina värdepappersköp samtidigt som Federal Reserve höjt sin styrränta. En långsam förstärkning väntas framöver och för inflationsuppgången är det viktigt att det sker just långsamt.

Samtliga ledamöter bedömde att det var lämpligt att nu behålla reporäntan på $-0,50$ procent och att tills vidare återinvestera förfall och kupongbetalningar på obligationsportföljen. Under 2017 är dessa ojämnt fördelade över året så återinvesteringarna behöver spridas ut. Diskussionen berörde också räntebanan men det skiljde bara nyanser mellan ledamöterna och samtliga ställde sig bakom förslaget till reporäntebana i utkastet till penningpolitisk rapport. Först i början av 2018 väntas reporäntan börja höjas.

En majoritet av direktionen ansåg därtill att riskerna mot inflationsuppgången talar för att köpen av statsobligationer behöver fortsätta även under första halvåret 2017 och att de bör utökas med 30 miljarder kronor, motsvarande 15 miljarder kronor i nominella och 15 miljarder kronor i reala obligationer.

Tre ledamöter reserverade sig, med lite olika motiv, mot beslutet att utöka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor.

Vid mötet diskuterades även, som vid flera tillfällen tidigare, riskerna med låga räntor länge liksom riskerna med att under lång tid ha en inflation under målet. Liksom vid tidigare tillfällen uttryckte flera ledamöter fortsatt oro över hushållens växande skuldsättning och underströk behovet av att kombinera åtgärder inom olika politikområden för att få en långsiktigt hållbar ekonomisk utveckling i Sverige.

§3. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A, samt
- att behålla reporäntan på –0,50 procent.

§4. Beslut om köp av statsobligationer

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

Vice riksbankscheferna Martin Flodén, Henry Ohlsson och Cecilia Skingsley reserverade sig mot beslutet att utöka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor. Flodén förespråkade att köpen skulle utökas med 15 miljarder kronor och endast omfatta reala statsobligationer. Ohlsson och Skingsley menade att köpen inte skulle utökas eftersom penningpolitiken inte behövde göras mer expansiv i nuvarande ekonomiska läge.

§5. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att onsdagen den 21 december 2016 kl. 9.30 offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under §§ 3 och 4 med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 12 januari 2017 kl. 9.30.

§§ 3 – 5 förklarades omedelbart justerade.

Vid protokollet

Sophie Brauner

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

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