



# Penningpolitiskt protokoll

februari 2018

# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 13 februari 2018 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent. Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan december och indikerar att långsamma höjningar av reporäntan inleds under andra halvåret i år. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tills vidare.*

En majoritet i direktionen ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Omvärldens konjunktur stärks alltmer och i Sverige är tillväxten hög, arbetsmarknaden stark och inflationen nära målet på 2 procent.

Men inflationsprognosen har reviderats ned något för det närmaste året till följd av att inflationstryck och löner utvecklats svagare än väntat. Det konstaterades att en förutsättning för att inflationen ska stabiliseras nära 2 procent är att penningpolitiken är fortsatt expansiv.

Flera ledamöter uttryckte oro för inflationsutvecklingen framöver och betonade att nedåtriskerna förtjänar särskilt stor uppmärksamhet när man ska avgöra vid vilken tidpunkt och i vilken hastighet det är lämpligt att börja höja reporäntan. Mot bakgrund av att det tagit lång tid att få tillbaka inflationen och inflationsförväntningarna till 2 procent betonades vikten av att gå försiktigt fram i penningpolitiken. Det framfördes att relationen mellan penningpolitiken i Sverige och omvärlden spelar en central roll eftersom den påverkar växelkursens utveckling och därmed konjunktur- och inflationsutsikterna i Sverige. Utvecklingen på bostadsmarknaden är också fortsatt viktig att följa.

Flera ledamöter påpekade hur viktigt det är att inflationsförväntningarna fortsatt är i linje med inflationsmålet. Förtroendet för inflationsmålet har stärkts, men det finns en risk för att det ännu inte är helt återställt till följd av den tidigare långa perioden med låg inflation. Om inflationsförväntningarna återigen skulle falla försvåras möjligheterna för Riksbanken att stabilisera inflationen framöver.

En ledamot reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad, samt mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förordade en höjning av reporäntan till -0,25 procent och hänvisade till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt liksom att inflationen och inflationsförväntningarna varit nära 2 procent sedan en tid tillbaka.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 1

DATUM: 2018-02-13  
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: Per Jansson, ordförande  
Stefan Ingves, deltog per telefon  
Kerstin af Jochnick, deltog per telefon  
Martin Flodén  
Henry Ohlsson  
Cecilia Skingsley

Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Meredith Beechey Österholm  
Charlotta Edler  
Paul Elger  
Lena Eriksson  
Mattias Erlandsson  
Eric Frieberg  
Anders Gånge  
Kerstin Hallsten  
Jesper Hansson  
Henrik Jönsson  
Maria Kindborg  
Ola Melander  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Amanda Nordström (§ 1-3A)  
Bengt Petersson  
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3A)  
Maria Sjödin  
Ulf Söderström  
Fredrik Wallin (§ 1-3A)  
Anders Vredin

Det antecknades att Paul Elger och Bengt Petersson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §1. Den ekonomiska utvecklingen

### Marknadsutveckling sedan senaste penningpolitiska mötet

**Carl Fredrik Pettersson** från avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i december har de penningpolitiska förväntningarna och obligationsräntor skiftat upp i omvärlden. En första räntehöjning från den europeiska centralbanken (ECB) förväntas enligt marknadsprissättningen under det första halvåret 2019, vilket är efter att nettotillgångsköpen förväntas avslutas enligt marknadsenkäter, någon gång under perioden september till december i år. I USA har den inkommande makrostatistiken generellt varit stark, vilket bidragit till att inflationsförväntningar stigit tillsammans med marknadens förväntningar på den amerikanska centralbankens (Federal Reserves) styrränta. Enligt marknadsprissättningen förväntas tre styrräntehöjningar i USA i år och ytterligare en nästa år. I Storbritannien har Bank of England i sin senaste inflationsrapport reviderat upp prognosen för BNP-tillväxten, och kommunikationen indikerar en mindre expansiv penningpolitik framöver. Turbulensen och nedgången på de globala aktiemarknaderna under inledningen av februari, bland annat till följd av oväntat stark lönestatistik i USA, har inte varit föremål för oro i kommunikationen från dessa centralbanker.

Inför dagens penningpolitiska beslut förväntas att reporäntan lämnas oförändrad. Marknadens förväntningar på tidpunkten för en första räntehöjning från Riksbanken har tidigare lagts en aning. Genomsnittet av marknadsbedömningar är att detta sker någon gång under det tredje kvartalet i år. Huvuddelen av bedömarna väntar sig en oförändrad räntebana och av de som tror på en ändrad räntebana förväntar sig en majoritet en höjd bana. Den svenska kronan är i konkurrensvägda termer relativt oförändrad jämfört med vid det penningpolitiska mötet i december. Kronan förstärktes efter det penningpolitiska mötet i december, men har försvagats under börsturbulensen. Öron för utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden har minskat. Bostadsobligationsmarknaden är stabil. Räntor på bostadsobligationer steg endast marginellt i förhållande till statsobligationsräntor i samband med börsturbulensen.

### Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

**Jesper Hansson**, avdelningschef på avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för den prognos som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 1, 2 och 5 februari. På ett möte med direktionen den 7 februari diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Hansson sammanfattade därefter ny information som tillkommit sedan det penningpolitiska mötet i december. Angående utvecklingen i omvärlden är tillväxten god, men det underliggande

inflationstrycket är fortfarande måttligt. Förväntningarna på styrräntorna i omvärlden har stigit något sedan december som en följd av fortsatt goda konjunkturutsikter och kommunikation från en del centralbanker. Det har varit en hög volatilitet på aktiemarknaderna den senaste tiden, vilket antagligen beror på de högre förväntningarna på räntor framöver. I svensk ekonomi pekar indikatorer för tillväxten på en fortsatt stark utveckling under slutet av 2017 och början av 2018. I linje med förväntan fortsatte bostadspriserna falla något i december. Inflationen och löneökningstakten var samtidigt något lägre i slutet av förra året. KPIF-inflationen i december var 1,9 procent, en tiondel av en procentenhet lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i december. Konjunkturlönerna bedöms nu ha ökat med 2,5 procent för helåret 2017, vilket är lägre än bedömningen på 2,7 procent i decemberprognosen.

Hansson konstaterade att BNP i omvärlden fortsätter att öka i god takt och att det är små förändringar i prognosen sedan december. Trots goda konjunkturutsikter stiger den underliggande inflationen endast långsamt. Stigande energipriser bidrar till att den aggregerade inflationen är högre och stiger snabbare 2018. Avseende penningpolitiken beslutade ECB i januari att lämna styrräntorna oförändrade. Nettoköpen av tillgångar fortsätter enligt tidigare plan som innebär att köptakten av tillgångar är lägre sedan årsskiftet. Federal Reserve lät också styrräntan vara oförändrad vid sitt senaste möte i januari och nedtrappningen av tillgångsinnehavet, som påbörjades i oktober förra året, fortsätter. Prognosen för styrräntor i omvärlden har justerats upp något, men fortsatt väntas endast försiktiga räntehöjningar kommande år.

För svensk ekonomi noterade Hansson att månatlig produktionsstatistik och förtroendeindikatorer tyder på att tillväxten fortsätter att vara hög en bit in på 2018. Tillväxten mattas sedan av när bostadsbyggandet minskar och tillväxten på exportmarknaden dämpas. Prognosen för BNP-tillväxten är marginellt nedreviderad under 2018 eftersom nedgången i bostadsbyggandet nu bedöms komma lite snabbare än i decemberprognosen. Arbetslösheten har fallit ganska långsamt de senaste åren. Arbetslösheten väntas bara sjunka något ytterligare, till 6,4 procent 2018. Företagen rapporterar stor brist på arbetskraft, men matchningsproblem kvarstår och rekryteringstiderna är långa. Nya utfall för inflation och löner tyder på att det underliggande inflationstrycket är något lägre än i bedömningen i december. Prognosen för KPIF-inflationen är därför nedreviderad med två tiondelar av en procentenhet för 2018 och en tiondel för 2019. Ett stigande resursutnyttjande i både Sverige och omvärlden bidrar med viss fördröjning till att höja inflationen och KPIF-inflationen väntas bli nära målet från 2019.

Hansson underströk att de prognosförslag som redovisats i utkastet till penningpolitisk rapport baseras på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på -0,50 procent vid dagens möte. Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan december och den indikerar att långsamma räntehöjningar inleds under andra halvåret i år. Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av

januari till drygt 310 miljarder kronor i nominellt belopp. Makroprognosen bygger på att förfall och kupongbetalningar återinvesteras i jämn takt framöver enligt beslutet i december.

Därefter lyfte Hansson två viktiga frågor som diskuterats särskilt mycket under den penningpolitiska beredningsprocessen i februari. Den första handlar om det underliggande inflationstrycket i Sverige. Inflationen blev något lägre än väntat i december. Det är ingen stor avvikelse, men ökningstakten i tjänstepriser, exklusive volatila priser på utrikes resor, har fallit tillbaka under de senaste månaderna. Detta reser frågor om det underliggande inflationstrycket. Samtidigt har nya utfall för konjunkturlönestatistiken till och med november 2017 kommit in lägre än väntat. Löneökningar utöver centrala avtal tycks hittills inte ha påverkats särskilt mycket av det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden. Den andra frågan, som även var viktig inför decembermötet, är utvecklingen på bostadsmarknaden. Bostadspriserna i riket fortsatte att falla i december, men i något lägre takt än under oktober och november. Bedömningen är att det främst är det snabbt stigande utbudet av nyproducerade bostäder som bidragit till prisfallet. Den starka konjunkturen talar för en fortsatt god efterfrågan på bostäder. Bostadsbyggandet minskar tydligt under prognosperioden och nedgången bedöms komma något snabbare än i prognosen från december. Spridningseffekterna till andra delar av ekonomin bedöms likväl bli små. Hansson avslutade med att säga att en mer ingående beskrivning av analysen kring bostadsmarknaden finns i en fördjupning i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

### Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom prognoser, bedömningar och förslag till penningpolitiskt beslut i den penningpolitiska rapporten. Inflationen är nära målet och konjunkturen förstärks, vilket talar för Riksbankens prognos om att påbörja gradvisa räntehöjningar under andra halvåret i år. Samtidigt har den senaste tidens inkomna pris- och lönedata varit svagare än väntat, vilket motiverar att inflationsprognosen har reviderats ned för de närmaste kvartalen. Nedrevideringen inför dagens möte är av en sådan storlek att jag ställt mig frågan om en förskjutning av reporäntebanan mot senarelagda räntehöjningar vore en bättre avvägd penningpolitik. Jag har ändå landat i att stödja en oförändrad reporäntebana, givet att den prognostiserade inflationen, enligt min mening, förblir tillräckligt nära målet sett över hela prognosperioden.

Sedan förra året har vi en inflation förenlig med målet. Framöver handlar arbetet om att behålla inflationen förenlig med målet. Den penningpolitiska rapporten beskriver att inflationstrycket är lågt i omvärlden relativt den starka konjunkturen. Svenska löneutfall har därutöver kommit in lägre än väntat. Jag vill därför ägna detta inlägg till att beskriva min bedömning av viktiga faktorer när vi nu rör oss mot en prognostiserad höjningsfas i penningpolitiken, som väntas infalla under andra halvåret i år. Som bekant har det tagit längre tid och krävts mer omfattande

penningpolitiska stimulanser än väntat för att uppfylla inflationsmålet och förankra inflationsförväntningarna. Penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv och de prognostiserade räntehöjningarna behöver ske gradvis och enligt min mening tydligt ta hänsyn till inkommande data. Det blir då viktigt att bedöma varaktigheten i pristrycket, så att inte exempelvis en snabb kronförstärkning eller annan oväntad händelse försämrar inflationsmålet som startpunkt i pris- och lönebildningen.

För att bedöma varaktigheten i pristrycket blir arbetsmarknaden och lönerna centrala. Det beskrivs i den penningpolitiska rapporten, särskilt i avsnittet om osäkerhet och risker, och jag vill här lägga till några egna kommentarer. Löneökningarna är oväntat låga i många avancerade ekonomier trots att man kommit långt i återhämtningen efter åren med finanskriser och låg tillväxt. I stora ekonomier som USA, Kanada, Tyskland, Australien, och även i Sverige, ligger arbetslösheten nära eller under nivåer där löneökningarna historiskt sett brukar stiga.

Grubblor över ekonomins skiftande funktionssätt är inga nya saker. Efter IT-bubblans år med svag tillväxt i mitten av förra decenniet debatterades under en period fenomenet "jobblös tillväxt", medan vi nu har att begrunda fenomenet sjunkande arbetslöshet utan växande lönetillväxt. Det här sysselsätter centralbanker och ekonomer världen över och en lång rad hypoteser diskuteras. Till att börja med är det möjligt att måtten på lediga resurser på arbetsmarknaden inte fångar hur pass svårt det är att hitta arbetskraft, och det är möjligt att arbetsgivarna generellt kan tillsätta vakanser utan att behöva erbjuda nämnvärt högre löner.

Men även om det alltmer ansträngda resursläget på arbetsmarknaden beskrivs korrekt, finns det andra tänkbara förklaringar till varför lönetillväxten fortfarande är låg. Vi kommer från ett antal år med en kombination av låg produktivitet, och låga förväntningar på inflation och löner, vilket förklarar de hittills låga lönekraven. Tekniska innovationer och internationell konkurrens är krafter som minskar behovet av inhemsk arbetskraft. Dessa krafter i kombination med den långvariga stagnationen i eurozonen efter finanskrisen talar också för förändrade förhandlingsbeteenden där arbetstagare har blivit mer försiktiga med sina krav. Tänkbart är att omvälvningarna som dessa krafter för med sig på arbetsplatser också kan göra det svårt för individer att bedöma sin egen arbetslöshetsrisk i förhållande till sina kollegor, sin sektor, och arbetsmarknaden i stort. Låga löneförväntningar är ett globalt fenomen och kan bidra till ett lägre intresse för redan anställda att söka sig till bättre betalda jobb. Sålunda kan arbetsgivare även i högkonjunktur hålla tillbaka löneökningarna utan att riskera att förlora värdefull arbetskraft. Dessa förändringar i lönebildningen kan se väldigt olika ut i olika ekonomier. Men de interagerar med varandra på grund av den globala marknaden för varor och för en växande del av tjänstesektorn som handlas globalt. Exempelvis tillväxten av enmansföretagare, och deltidsjobb, samt ändrad lönesammansättning är faktorer som jag tror är mindre viktiga för att förstå lönebildningen i Sverige, men brukar förekomma som förklaringar till låg lönetillväxt i andra ekonomier.

Min bedömning är att det sammantaget finns cykliska krafter som talar för stigande löner under prognosperioden, men att ökningstakten kan förbli låg trots det höga resursutnyttjandet. Frågan är då om vi har fått ett nytt permanent läge med lägre löneökningar i förhållande till arbetsmarknadsläget. För egen del så tror jag att Phillipskurvan, som indikerar sambandet mellan löneökningar och arbetslöshet, på ett permanent sätt bestäms alltmer av globala förhållanden. Phillipskurvan har också blivit mer flack vilket innebär att arbetslöshetens påverkan på löneökningar är svagare. Däremot är jag inte säker på att den flackare kurvan är permanent. När påverkan på ekonomin från omvälvningar, så som teknologiska landvinningar eller ökat gränsöverskridande handelsutbyte, avtagit bör arbetstagare kunna ta bättre betalt igen. Det kan emellertid ta tid att komma igenom liknande chocker och under övergången blir penningpolitikens bästa bidrag att via ett högt resursutnyttjande underlätta omställningen.

Ur ett allmänt samhällsekonomiskt perspektiv är det välkommet att arbetslösheten har förutsättningar att sjunka ytterligare utan att antända en lönebrasa som behöver motverkas med åtstramningar. På det sättet är jag glad att vi inte kämpar med just den sorts utmaning som var mer förekommande på 1970- och 1980-talet.

Så för att sammanfatta, det är ett bra nuläge men en viss oro för inflationstrycket framöver, vilket motiverar försiktighet vad gäller påbörjandet av räntehöjningar.

#### **Vice riksbankschef Martin Flodén:**

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent och även förslaget på penningpolitisk rapport, inklusive prognosen för reporäntan.

Ekonomierna i omvärlden fortsätter att utvecklas väl, i linje med prognosen vi lade i samband med det penningpolitiska mötet i december. Ny information har dock på marginalen överraskat på uppsidan. I USA har lönerna börjat stiga lite snabbare och i Tyskland har löneavtal inom industrin slutits på lite högre nivåer än de senaste åren. Det finns nu även tecken på stigande inflationsförväntningar, långräntor har stigit ganska påtagligt och marknadens förväntningar på omvärldens penningpolitik har skiftat i mindre expansiv riktning.

De senaste veckorna har aktiemarknaderna runt om i världen präglats av prisfall och ökad volatilitet. Det mesta tyder än så länge på att de här prisrörelserna inte har orsakats av en tilltagande oro eller pessimism om den ekonomiska utvecklingen. Istället verkar det vara just kombinationen av en god tillväxt och tecken på ett tilltagande pris- och lönetryck som har gett upphov till en osäkerhet om hur snabbt räntorna kommer att stiga och hur tillgångarna då ska prissättas. Jag är därför inte särskilt oroad för att den börsoro vi hittills har sett ska förhindra en fortsatt god konjunkturutveckling.

Även den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas väl. Sysselsättningen fortsätter att stiga och resursutnyttjandet är högt. Liksom i december är osäkerheten kring utvecklingen på



bostadsmarknaden och byggandet förhöjd, men aktiviteten i ekonomin gynnas nu istället alltmer av den förbättrade omvärldskonjunkturen. Inflationsutvecklingen kvarstår ändå som ett bekymmer, och trots att inflationen fortfarande ligger nära inflationsmålet har min oro för den framtida inflationsutvecklingen tilltagit efter det penningpolitiska mötet i december. Det senaste inflationsutfallet blev visserligen endast marginellt lägre än väntat, men de prisgrupper som utvecklades svagt är viktiga i bedömningen av det underliggande inflationstrycket. Även de senaste indikatorerna på löneutvecklingen har varit överraskande svaga. Våra inflations- och löneprognoser för det kommande dryga året har därför reviderats ner ganska påtagligt.

Den centrala penningpolitiska fråga som jag har brottats med inför dagens penningpolitiska beslut är hur vi ska hantera det här fortsatt svaga inflationstrycket. Hur allvarligt är det – i ljuset av att vi kommer från en lång period med inflation tydligt under målet – om inflationen så som i vår prognos hamnar en bit under inflationsmålet det kommande året? Vilken penningpolitik krävs för att inflationen ska hamna där och inte bli ännu lägre? Finns det någon meningsfull penningpolitisk respons som leder till en mer robust inflationsuppgång?

Mina bedömningar av de här frågorna är att den lägre inflationsutveckling som nu ligger i vår prognos är problematisk men inte alarmerande, att prognosen förutsätter en fortsatt mycket expansiv penningpolitik och att en penningpolitisk respons, om en sådan hade varit motiverad, i första hand skulle ha varit att senarelägga den första räntehöjningen. Låt mig utveckla mina resonemang bakom dessa bedömningar.

Förtroendet för inflationsmålet och Riksbankens penningpolitik har stärkts under de senaste tre åren då den mycket expansiva penningpolitiken har satt avtryck i högre inflation. Detta avspeglas till exempel i att olika mått på inflationsförväntningarna har stigit. En ännu viktigare indikator på att förtroendet har stärks tycker jag är hur penningpolitiken nu diskuteras i media, bland arbetsmarknadens parter och i samhället mer generellt. För några år sedan dominerades diskussionen av påståenden som att Riksbanken inte försökte uppnå inflationsmålet eller att det på grund av globalisering och e-handel skulle vara mer eller mindre omöjligt att hålla inflationen på "så höga nivåer" som 2 procent. Det senaste året har diskussionen snarare handlat om att målet nu är nått och att penningpolitiken därför inte behöver vara lika expansiv, och ibland sägs det till och med att inflationen riskerar att bli alltför hög om räntan inte genast höjs.

Förtroendet har även stärkts av utvecklingen i omvärlden. Även där har penningpolitiken fått genomslag i högre inflation och tillväxt, och lett till tilltagande diskussioner om framtida inflationsrisker. Detta bidrar till att hålla uppe de långsiktiga inflationsförväntningarna även i Sverige och därmed till att begränsa riskerna kopplade till vår nedreviderade inflationsprognos.

Det starkare förtroendet för inflationsmålet och penningpolitiken är välkommet, men min bedömning är ändå att förtroendet ännu inte är helt återställt efter den långa perioden med låg inflation. Jag misstänker att förtroendet fortfarande är bräckligt och snabbt kan förloras om inflationen återigen faller tydligt under målet, särskilt om Riksbanken i ett sådant läge inte visar

tydligt att vi gör vad som krävs för att se till att inflationen rör sig tillbaka mot målet. Och min bedömning är att det som krävs är en fortsatt expansiv penningpolitik som håller resursutnyttjandet kvar på höga nivåer och som medför fortsatt expansiva finansiella förhållanden med en växelkurs som inte stärks alltför snabbt.

Vad "en fortsatt expansiv penningpolitik" betyder mer konkret är förstås inte helt självklart, men för mig handlar det huvudsakligen om utvecklingen av reporäntan och dessutom hur denna förhåller sig till utländska styrräntor. Jag ställer mig som sagt bakom den prognos för reporäntan som ligger i utkastet till penningpolitisk rapport. Den prognosen kan tolkas som att reporäntan förmodligen höjs med 0,25 procentenheter vid något av de penningpolitiska mötena i juli, september eller oktober, och att reporäntan därefter höjs vid ungefär vart tredje penningpolitiska möte, det vill säga två gånger per år.

Många faktorer kommer att spela in i bedömningen av när det blir lämpligt att börja höja reporäntan. Bland de viktigare faktorerna vill jag nämna: (i) inflationsutfallen fram till dessa möten och vår analys av vad utfallen betyder för inflationsutvecklingen framöver; (ii) marknadens förväntningar på reporäntan, hur förväntningarna förhåller sig till våra planer, och hur förväntningarna påverkar de finansiella förhållandena; (iii) våra och marknadens förväntningar på utländsk penningpolitik; och (iv) utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden.

Att inflationsutvecklingen är viktig är en självklarhet. Men det är värt att påpeka att inflationsutfallen fram till de penningpolitiska mötena under sommaren och hösten enligt vår prognos kommer att ligga kvar kring den nuvarande nivån eller kanske lite lägre. Överraskande stark inflation i vår skulle visserligen kunna tala för en tidig räntehöjning, men jag ser alltså inte framför mig att inflationen nödvändigtvis måste stiga innan vi höjer räntan. Viktigare är bedömningen av det underliggande inflationstrycket i kombination med en bedömning av hur mycket fortsatt stöd inflationsuppgången kommer att få av en stark konjunktur i Sverige och omvärlden och hur mycket reporäntan kan avvika från omvärldens räntor utan att växelkursen stärks alltför snabbt i ett läge där inflationstrycket fortsatt är svagt.

Marknadens förväntningar på reporäntan ligger nu nära vår egen ränteprognos. En första räntehöjning i linje med vår prognos bör därför inte leda till några större rörelser på marknaderna. Men den bedömningen kan ändras om förväntningarna och prissättningen på marknaden förändras inför de kommande penningpolitiska mötena, och då kan vi behöva ompröva våra penningpolitiska planer.

När det gäller omvärldens penningpolitik är den i euroområdet av särskild betydelse. Vår prognos för reporäntans utveckling, med ungefär två räntehöjningar om året de kommande åren, avviker inte påtagligt från marknadens prissatta förväntningar på styrräntan i euroområdet. Men vi kommer naturligtvis även fortsättningsvis behöva väga in hur reporäntan förhåller sig till omvärldens penningpolitik och bedöma hur stora avvikelser som är motiverade av olika

ekonomiska förhållanden i Sverige och omvärlden. Nya signaler om utländsk penningpolitik kan därför påverka såväl tidpunkten för vår första räntehöjning som den takt räntan därefter höjs i.

Jag nämnde även utvecklingen på bostadsmarknaden som en viktig faktor för framtida räntebeslut. Vår prognos utgår från att bostadspriserna stabiliseras under året och att byggandet endast faller måttligt. Det ser jag som det mest troliga scenariot, men en större inbromsning och därmed mer påtagligt negativa konjunkturreffekter kan inte uteslutas. I ett sådant scenario kan inflationsutvecklingen påverkas och de penningpolitiska planerna behöva ändras.

### **Vice riksbankschef Henry Ohlsson:**

Inledningsvis vill jag säga att jag inte ställer mig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Jag anser att reporäntan bör höjas med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. I konsekvens med detta anser jag också att räntebanan bör tidigareläggas så att den blir konsistent med den av mig föreslagna reporäntehöjningen.

Det ekonomiska läget i omvärlden är gott. Ett uttryck för det är att världshandeln med varor ökar. Under de senaste månaderna sker detta också i en ökande takt. Detta är av avgörande betydelse för en liten öppen ekonomi som den svenska. De senaste mätningarna visar på årliga ökningstakter i storleksordningen 4 procent.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägt med KIX, bedöms under 2018 komma uppgå till 2,7 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2019 sker en upprevidering till 2,4 procent jämfört med den penningpolitiska rapporten i december. Visserligen är inflationstrycket lågt men den sammanvägda KIX-inflationen bedöms bli 2,1 procent under 2018 och 2019. Detta är också en upprevidering jämfört med den förra penningpolitiska rapporten.

De goda globala makroekonomiska förutsättningarna gör att det för omvärlden finns förväntningar om en mindre expansiv penningpolitik. Den amerikanska centralbanken har höjt sin styrränta i flera omgångar. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas KIX-räntan stiga, om än i långsam takt. Men det förtjänar att noteras att det även här har skett upprevideringar jämfört med den förra penningpolitiska rapporten. I detta fall rör det prognosåren 2019 och 2020. Förväntningarna om höjda styrräntor har medfört att statsobligationsräntorna runt om i världen har börjat stiga. Detta har blivit särskilt tydligt under inledningen av 2018.

Låt mig övergå till Sverige. Den årliga ökningstakten för KPIF låg på 1,9 procent vid den senaste inflationsmätningen i december. Motsvarande mätning för december 2016 var också 1,9 procent. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De senaste nio månaderna har KPIF-inflationen återfunnits i intervallet 1,8 – 2,4 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer vara 1,8 – 2,0 procent under de kommande tre åren. Måluppfyllelsen är god.

Januarimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg i medeltal på 2,0 procent. De senaste 25 månaderna har medeltalet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Om man ser till medianen bland de svarande har femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under 27 månader.

Intrycket av att inflationsförväntningar nu är tillbaka på tvåprocentmålet förstärks om man ser till förväntningarna på två års sikt. I januari låg dessa på 2,1 procent. Om man ser tillbaka har tvåårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under de senaste 13 månaderna.

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

Enligt den senaste arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i december på 6,0 procent (ej säsongrensad). Det är lägre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 6,5 procent. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I januari 2018 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,7 procent, siffrorna kom igår. Det är på ungefär samma nivå som samma månad ett år tidigare då andelen arbetslösa kassamedlemmar också låg på 2,6 procent. Men en viktig slutsats är att arbetslösheten verkar ha bottnat. För detta talar även utfallen för arbetslösheten under hösten 2017.

Arbetslösheten är dock enligt min mening fortfarande på en för hög nivå. Men den fråga man måste ställa sig är: Går det att få ner arbetslösheten ytterligare med allmän efterfrågepolitik? Min bedömning av dagens situation är att den ökande efterfrågan på arbetskraft snarare leder till ökat arbetsutbud än till lägre arbetslöshet. Det är också vad Arbetskraftsundersökningarnas flödesstatistik visar. Det finns viktiga skillnader mellan minskad arbetslöshet och ökat arbetsutbud. Och det innebär att den allmänna efterfrågepolitiken verkar ha nått vägs ände när det gäller att få ner arbetslösheten.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden.

Den globala bilden är alltså god och blir allt bättre. Allt högre tillväxt och växande världshandel. Visserligen är inflationstrycket måttligt, men inflationen är stigande runt om i världen. Räntor och ränteförväntningar är på väg upp.

I Sverige är resursutnyttjandet klart över normalt, tillväxten är hög. Hushåll och företag är mer optimistiska än normalt. Arbetsmarknaden är urstark. Men samtidigt verkar alltså arbetslösheten ha bottnat. Detta har viktiga konsekvenser för min syn på penningpolitiken. Om arbetslösheten inte längre kan minskas med allmän efterfrågepolitik bortfaller ett av argumenten för den grad av expansivitet i penningpolitiken som vi har idag.

Det faktum att arbetslösheten har bottnat har också implikationer för penningpolitikens fördelningseffekter. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till ökade tillgångsvärden, tillgångar som vi vet är ojämnt fördelade. Men detta har motverkats av att den expansiva penningpolitiken samtidigt har medverkat till att sänka arbetslösheten. Nu bortfaller denna motverkande effekt och därmed också ytterligare ett av argumenten för den grad av expansivitet i penningpolitiken som vi har idag.

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

Sammanfattningsvis anser jag därför att reporäntan bör höjas med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. I konsekvens med detta anser jag också att räntebanan bör tidigareläggas (men med samma lutning) så att den blir konsistent med den av mig föreslagna reporäntehöjningen.

#### **Vice riksbankschef Per Jansson:**

Sedan det penningpolitiska mötet i december har ett nytt utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Inflationsutfallet, som avsåg december, rapporterade en KPIF-inflation på just under 1,9 procent. Rensat för energipriser uppgick utfallet till lite drygt 1,7 procent. Bägge utfallen var en knapp tiondel av en procentenhet lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i december.

När det gäller den senaste mätningen av inflationsförväntningarna, enligt Prosperas månadsundersökning i januari, var utfallen oförändrade för KPIF-inflationen och svagt stigande för KPI-inflationen. Därmed har det relativt stora fallet i förväntningarna som noterades i samband med decembermötet hejdats och delvis vänts. Det är givetvis positivt, även om den nya mätningen bara avsåg penningmarknadens aktörer. Det gäller nu förstås att den gynnsamma utvecklingstendensen också återspeglas i Prosperas nästa kvartalsundersökning, där förväntningarna mäts för ett större antal aktörer. Av stor betydelse är inte minst hur arbetsmarknadsorganisationerna förväntar sig att inflationen ska utvecklas under kommande år. Om deras förväntningar ligger kvar nära inflationsmålet borde det finnas goda förutsättningar för att löneökningarna så småningom ska ta bättre fart.

Slutsatsen jag drar av utvecklingen i inflationen och inflationsförväntningarna är att den aktuella inflationsbilden fortsätter att vara ganska ljus. Det är förstås bra men det gäller också, som jag påpekat vid flera tidigare tillfällen, att detta håller i sig framöver. Och på den här punkten har dessvärre orosmolnen gradvis hopat sig under senare tid. Det leder mig över till att diskutera prognosen och riskbilden för inflationen.

I utkastet till penningpolitisk rapport föreslås nu ganska omfattande nedrevideringar av prognoserna för KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energipriser, särskilt från sommaren i år till sommaren nästa år. Bakgrunden till nedjusteringen av prognoserna är att det mer underliggande inflationstrycket under senare tid har börjat uppvisa en del svaghetstecken. Och det finns anledning att tro att dessa svaghetstecken kommer att fortsätta att påverka inflationsutvecklingen ännu en tid.

Som jag just var inne på hamnade det senaste inflationsutfallet ungefär 0,1 procentenheter under bedömningen i den senaste penningpolitiska rapporten. Prognosfelets storlek är förvisso ganska liten och ger i sig förstås inte anledning till någon större upphetsning. Men i ett läge när tanken är att den inhemska konjunkturen ska sätta allt större avtryck i prisutvecklingen är det ändå bekymmersamt att det just är en ovanligt svag utveckling av tjänstepriserna som ligger bakom den negativa inflationsövertäckningen. Med decembersiffrorna inräknade har ökningstakten i tjänstepriserna nu avtagit i fem månader i rad, för att i december landa på 2,3 procent. Med rimliga antaganden för övriga priser i KPI-korgen är detta en ökningstakt som med stor sannolikhet inte är tillräcklig för att framöver klara av att stabilisera inflationen nära inflationsmålet.

Det finns tyvärr också indikationer på att lönerna fortsätter att öka långsammare än beräknat. Nya skattningar för konjunkturlönerna baserade på preliminära utfall antyder nu att de definitiva utfallen 2017 kommer att bli lägre än vi tidigare har trott. I utkastet till penningpolitisk rapport är även prognosen för löneutvecklingen 2018-19 något nedjusterad. Och det påpekas att utbudet av arbetskraft framöver skulle kunna öka snabbare än vad som antas i nuvarande prognosförslag, vilket skulle kunna få en ytterligare dämpande effekt på lönetillväxten kommande år.

De relativt stora nedskrivningarna av inflationsprognosen och risken för att utvecklingen blir ännu sämre är förstås klart oroväckande. För att det ska gå att stabilisera inflationen kring målet får man alltså inte skynda för fort i normaliseringen av penningpolitiken. På ett övergripande plan behöver normaliseringen ske så att inflationseffekterna från den starka svenska konjunkturen och det ökande pristrycket från omvärlden dominerar över effekterna från den starkare kronan. I det kortare perspektivet väntas inflationen också pressas ner av vissa tillfälliga faktorer, vars effekter ser ut att bli särskilt tydliga under sommarmånaderna. Osäkerheten i inflationsutvecklingen är genomgående stor, väl illustrerat av att flera andra prognosmakare räknar med att de dämpande effekterna på inflationen från och med sommaren kommer att bli klart större än vad Riksbanken utgår från.

I den här miljön blir det särskilt viktigt att penningpolitiken utformas så att inflationsförväntningarna hjälper oss snarare än går emot oss. Då vi har haft för låg inflation i många år kan förväntningarna i dagsläget spela en större roll än vanligt för inflationsutvecklingen, särskilt i bemärkelsen att förväntningarna kan uppvisa en onormalt stor känslighet för negativa inflationsövertäckningar. Ett trovärdigt inflationsmål som "letar sig in" i alla delar av pris- och

lönebildningen underlättar påtagligt när det gäller att framöver klara inflationsmålet.

Erfarenheterna från 1990-talet utgör här ett tydligt exempel, när det gick att få inflationsmålet att bli trovärdigt trots att inflationen hade varit mycket hög under 1970- och 80-talen och till och med personalen på Riksbanken var väldigt tveksam till att det skulle fungera.

Min uppfattning fortsätter mot den här bakgrunden att vara att prognosen för reporäntan i utkastet till penningpolitisk rapport innebär att räntehöjningarna inleds för tidigt. Men precis som i december väljer jag även denna gång att inte reservera mig mot räntebanan. Det viktigaste skälet är att vår tolkning av ränteprognosen nu är mer flexibel och öppnar för att på kommande möten senarelägga höjningarna. Planen sägs nu vara att påbörja räntehöjningarna ”under andra halvåret” i år, att jämföra med formuleringen i mitten av 2018 som användes i den penningpolitiska rapporten i december. Vi uttrycker också tydligt att ”osäkerheten kring inflationsutvecklingen gör att penningpolitiken behöver gå försiktigt fram” och att ”[n]edåtriskerna ... i dagsläget förtjäna[r] särskilt stor uppmärksamhet”.<sup>1</sup>

Jag ställer mig alltså bakom penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Och jag ställer mig också bakom prognosen som där föreslås, även om jag ser lite annorlunda på riskbilden och vilken betydelse den bör ges i utformningen av penningpolitiken. Jag ska ägna resten av mitt inlägg till att lite mer i detalj utveckla hur jag för stunden ser på tajmingen för den första räntehöjningen samt några tankar kring den lämpliga storleksordningen på de inledande räntehöjningarna.

Låt mig börja med en utblick mot det penningpolitiska mötet i juli. Här är min bedömning just nu att sannolikheten är mycket liten för att det ska finnas förutsättningar för att höja räntan. Vi kommer då bara att ha facit för inflationsutvecklingen till och med maj. Och riskbilden för inflationen under månaderna som följer är tydligt på nedsidan, i varje fall om hänsyn tas till den bedömning som flera andra prognosmakare gör. Om räntan då höjs och inflationen sedan blir låg, även om det i huvudsak skulle vara en följd av tillfälliga faktorer, finns risken att det kommer att uppfattas som ”ett nytt stort misslyckande” i Riksbankens penningpolitik, med möjliga negativa konsekvenser för förväntningar och förtroende. Det är vid den tiden, så som jag ser det, heller inte troligt att ECB har kommunicerat särskilt många nyheter kring hur man avser att hantera sina tillgångsköp efter september och vad det i sin tur betyder för bankens räntepolitik.

Vid vårt nästa penningpolitiska möte i september förefaller förutsättningarna för att höja räntan knappast att vara särskilt mycket bättre. Vid det tillfället kommer vi att ha tillgång till utfall för inflationen fram till juli, så inte heller då finns ett fullständigt facit för de kritiska sommarmånaderna. Till saken hör ju här att man inte bara vill ha facit för storleken på de nedåtpressande inflationseffekterna utan helst också för att inflationen därefter håller på att leta sig upp igen. Eftersom ECB har sitt penningpolitiska möte cirka en vecka efter Riksbanken är

---

<sup>1</sup> Citaten i stycket är hämtade från utkastet till penningpolitisk rapport februari 2018, sidorna 5, 10 och 13.

riskan också stor för att vi på vårt möte i september alltså saknar nyheter om euroområdet penningpolitik.

Nästa tillfälle att höja räntan blir på det penningpolitiska mötet den 23 oktober. På det mötet har inflationsutfall till och med september publicerats. Det kommer alltså även då att finnas kvarstående frågetecken kring inflationsutvecklingen. Men de kritiska sommarmånaderna har vi vid den tiden i varje fall lagt bakom oss. Även vad gäller nyheter från ECB är förutsättningarna klart bättre i oktober. Eftersom det nuvarande programmet för tillgångsköp löper ut i september måste ett nytt ställningstagande om att fortsätta eller upphöra med köpen då ha gjorts och kommunicerats. Förhoppningsvis har ECB i det sammanhanget också levererat något slags förtydligande kring hur den ser på sin framtida räntepolitik.

Sammanfattningsvis förefaller det penningpolitiska mötet i oktober vara det första beslutstillfället med i varje fall hyggliga förutsättningar för att genomföra en första räntehöjning. Man kan just nu naturligtvis inte utesluta att det skulle kunna bli aktuellt att höja räntan tidigare än så. Men i dagsläget ser sannolikheten för det ut att vara mycket liten och det tycks, i alla fall så som jag ser det, krävas en del positiva inflationsövertäckningar under kommande månader för att ändra på den bedömningen. Att det kan bli nödvändigt att vänta till december, eller kanske till och med till en bit in på nästa år, är då ett scenario som jag för egen del tror jämförelsevis mer på. Även med Riksbankens relativt sett ganska optimistiska inflationsprognos väntas i september KPIF-inflationen fortfarande vara under 1,7 procent och det mer underliggande inflationstrycket alltså vara ganska darrigt.

Jag ska avsluta med några tankar kring den lämpliga storleksordningen på de inledande räntehöjningarna. Reporäntan har nu varit under en normal nivå under en lång tid, kanske snart tio år. Under den här tiden har en ny generation vuxit fram som vant sig vid att räntor alltid är mycket låga. Det kan då vara klokt att inleda höjningar av reporäntan i mycket små steg. Om det är så att alltför låga förväntningar korrigeras i samband med att räntan höjs kan nämligen anpassningsproblem uppstå. Förväntningsdata tyder visserligen inte på att så skulle vara fallet men att låta det vara osvuret är förstås alltid bäst. Sådana anpassningsproblem kan mildras om räntan i början höjs mycket försiktigt. Det kan också vara ett sätt att testa hushållens räntekänslighet, som ju är mycket stor då många lån löper med kort bindningstid. Därtill kan mycket försiktiga inledande räntehöjningar göra att man undviker en alltför stor och snabb förstärkning av kronans växelkurs.

Detta sagt kan man naturligtvis inte genomföra hela normaliseringen av penningpolitiken med ovanligt små ränteändringar vid varje beslutstillfälle. Det skulle helt enkelt innebära att det tar alltför lång tid att få upp räntan. De här är en fråga som vi, liksom frågan om tajmingen för den första räntehöjningen, behöver återkomma till i våra penningpolitiska diskussioner den närmaste tiden.



## **Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:**

Jag ställer mig bakom de prognoser och bedömningar som finns i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer också förslaget att ligga kvar med reporäntan på -0,50 procent och att låta reporäntebanan vara oförändrad.

Vår prognos över inflationsutvecklingen 2018 och 2019 innehåller små justeringar jämfört med den penningpolitiska rapporten i december. Det finns dock några frågetecken som skulle kunna påverka inflationsutvecklingen och vår bedömning av reporäntebanan längre fram. Jag återkommer till detta.

Jag börjar med omvärldsutvecklingen eftersom den är av så stor betydelse för utvecklingen i Sverige. Världshandeln med varor utvecklas fortsatt mycket starkt. Indikatorer på förtroendet bland hushåll och företag tyder också på fortsatt optimism och god tillväxt.

Den positiva utvecklingen fortsätter i USA, och tillväxten under prognosperioden stärks ytterligare av skatteöverenskommelsen. Euroområdet, som är den ekonomiska region som har störst betydelse för Sverige, utvecklas allt bättre. Och som jag sa i samband med det penningpolitiska mötet i december kan det vara så att vi underskattar styrkan i euroområdets tillväxt. En rad indikatorer för utvecklingen i euroområdet tyder på en fortsatt stark utveckling.

Den positiva tillväxtbilden till trots är inflationen fortsatt låg i de flesta länder. Det innebär också att centralbankernas normalisering av penningpolitiken i vår omvärld går mycket långsamt. I flera länder är löneökningarna lägre än vad man skulle vänta sig i detta konjunkturläge med högt resursutnyttjande, låg arbetslöshet och brist på personal i flera branscher. För euroområdets del påverkas också inflationsutvecklingen nedåt av att euron stärkts i förhållande till dollarn.

Jag vill också kommentera de senaste veckornas oro på världens börser. Volatilitetsindex (VIX) steg i början av februari till nivåer vi inte sett sedan 2009. Det är ännu för tidigt att fullt ut förstå bakgrunden till och effekterna av den ökade börsoron, men den utlösande faktorn tycks ha varit den oväntat starka lönestatistiken i USA, som fick marknadsaktörerna att revidera upp sina förväntningar på inflationen och kommande styrräntehöjningar från Federal Reserve.

Man kan konstatera att de stora svängningarna på aktiemarknaderna är ett tecken på viss nervositet i marknaden efter en period av kraftigt stigande aktiepriser. Svängningarna uppkommer också i ett läge då Federal Reserve startat normaliseringen av penningpolitiken och inflationen i USA närmar sig målet. En nedjustering av börskurserna är därför inte helt oväntad.

Mot bakgrund av det goda konjunkturläget i såväl den amerikanska ekonomin som världskonomin är min bedömning att det som hittills hänt på aktiemarknaden inte kommer att få några betydande effekter på utsikterna för tillväxt och inflation i omvärlden. Med detta sagt – skulle vi få en mer utdragen period med börsoro skulle detta i förlängningen kunna påverka

förtroendet bland hushåll och företag negativt och i värsta fall dämpa den globala konjunkturen och inflationen.

I Sverige utvecklas realekonomin i linje med våra tidigare prognoser. Bostadsinvesteringarna är dock något nedreviderade och därmed också BNP-tillväxten. I detta läge förutser jag inte någon dramatik i utvecklingen av bostadsinvesteringarna och effekterna på BNP-tillväxten.

Om det skulle uppstå en större oro på bostadsmarknaden och större prisfall än de vi i dagsläget förutser kan prognoserna över bostadsinvesteringar också komma att behöva justeras ned. Men i ett sådant läge så kommer vi sannolikt att ställas inför andra – och troligen större – problem, som hör samman med förtroendet för svensk bostadsmarknad. Jag återkommer till det senare.

Trots det goda ekonomiska läget utvecklar sig inte inflationen i Sverige riktigt på det sätt som vi prognostiserat i de senaste penningpolitiska rapporterna. Tjänstepriserna har blivit lägre än våra prognoser två månader i rad. Skillnaderna mellan prognos och utfall är inte så stora, men om tjänstepriserna fortsätter att utvecklas svagare än vi tidigare bedömt påverkar det möjligheterna att stabilisera inflationen runt 2 procent.

Inte heller lönerna i Sverige har stigit i den takt vi prognostiserat. Att lönerna inte stiger mer när vi har högkonjunktur och en ökad brist på personal i flera sektorer har varit överraskande både för oss och andra prognosmakare. Bilden förefaller vara densamma också i många andra länder.

Kanske är det så att efter en lång period med låg inflation tar det längre tid att nå tillbaka till en mer normal löneutveckling enligt historiska mönster. Men det finns en rad andra faktorer som också kan ha dämpat löneutvecklingen.

Vi har i tidigare rapporter pekat på att produktivitet utvecklingen varit svag, att anslutningsgraden till facket är lägre, att visstidsanställningar har ökat och att utbudet av arbetskraft har ökat. Dessa faktorer bidrar till att dämpa löneutvecklingen.<sup>2</sup>

En ytterligare faktor som vi lyft fram är den internationella konkurrenskraftsaspekten. Löneutvecklingen i euroområdet och framförallt Tyskland spelar en viktig roll för lönerna inom den svenska industrin. Eftersom dessa löner i sin tur i stor utsträckning är utgångspunkt för lönerna i övriga sektorer i Sverige är det särskilt viktigt att följa löneutvecklingen i Tyskland och det avtal som IG-Metall nyligen slutit med arbetsgivarparten. Avtalet verkar bekräfta vår bild från de senaste penningpolitiska rapporterna: Att lönerna i Tyskland förhandlas om i ett starkare konjunkturläge än tidigare talar för att lönetillväxten kommer att tillta.

De strukturella problemen på bostadsmarknaden i Sverige är fortsatt en källa till oro och utgör en stor risk för svensk ekonomi. Utlåningen till hushåll fortsätter växa i en årstakt runt 7 procent. Och skuldkvoten stiger, om än något långsammare de kommande åren, enligt vår prognos.

---

<sup>2</sup> Se exempelvis fördjupningen ” Stark konjunktur men dämpade löneökningar” i Penningpolitisk rapport juli 2017.

Alla de frågor vi tidigare tagit upp kvarstår vad gäller risker förknippade med den höga skuldsättningen. Skatteregler som bidrar till en väl fungerande bostadsmarknad och en makrotillsyn som stödjer en sund utveckling skulle bidra till att minska sårbarheten för svensk ekonomi och skapa bättre förutsättningar för den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Finansinspektionens skärpta amorteringskrav är ett välkommet steg i rätt riktning, men mycket arbete återstår, och inom flera politikområden.

Sammanfattningsvis förordar jag följande: Att ligga kvar med reporäntan på  $-0,50$  procent och att låta reporäntebanan vara oförändrad.

Den expansiva penningpolitiken ger fortsatt stöd till svensk ekonomi och värnar inflationsmålet roll. Mycket tyder på att den starka realekonomiska utvecklingen leder till högre inflation såväl i omvärlden som i Sverige.

Å andra sidan så kan man inte utesluta att sambandet mellan resursutnyttjande och inflation av olika anledningar – som jag tog upp tidigare – har försvagats mer varaktigt. Som vi skriver i utkastet till den penningpolitiska rapporten förtjänar därför nedåtriskerna för inflationsutsikterna just nu särskild uppmärksamhet. De kommande månaderna blir särskilt intressanta vad gäller utvecklingen av tjänstepriser och löner.

I ljuset av detta skulle de osäkerhetsfaktorer som nämnts också kunna ses som argument för att något senarelägga reporäntehöjningarna. Om förutsättningarna skulle ändras har direktionen beredskap att anpassa penningpolitiken.

### **Riksbankschef Stefan Ingves:**

Jag delar synen på den ekonomiska utvecklingen internationellt och i Sverige som den beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag ställer mig bakom förslaget till penningpolitiskt beslut som innebär att reporäntan behålls på sin nuvarande nivå om  $-0,50$  procent. Till penningpolitiken hör även de återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen som vi beslutade om vid decembermötet.

Den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld är fortsatt stark och i linje med bedömningarna i december. Det vi ser nu är, som jag tror, en ganska ovanlig synkroniserad konjunkturuppgång i de stora ekonomierna. Den starka tillväxten till trots är det globala inflationstrycket måttligt. Bedömningarna för konjunktur- och inflationsutvecklingen i Sverige är ungefär desamma som i december, vilket enligt min mening även innebär att det är lämpligt att hålla penningpolitiken oförändrad.

Det är nu ganska exakt tre år sedan som Riksbanken inledde köpen av statsobligationer samtidigt som reporäntan för första gången sänktes under noll. Denna politik har haft avsedd effekt i form av en trendmässig uppgång i KPIF-inflationen. Vi är nu ungefär där vi vill vara. Men uppgiften är inte klar med det. Nu behöver vi se till att inflationen även fortsättningsvis utvecklas i linje med

inflationens målet på 2 procent. Men det senaste utfallet för inflationen var lägre än vår prognos. Detta, samt utvecklingen av bland annat tjänstepriser och löner, betyder att vi behöver vara fortsatt vaksamma och noga följa inflationens olika beståndsdelar och bestämningsfaktorer.

Den goda ekonomiska tillväxten i vår omvärld och i Sverige, med resursutnyttjande över normalt och en stigande inflation, har lett till att tidpunkten för Riksbanken att börja dra tillbaka stimulanser från penningpolitiken kommit närmre. I USA är man redan inne i en fas med en allt mindre expansiv penningpolitik, medan det återstår för ECB att börja normalisera penningpolitiken. För utformningen av penningpolitiken i en liten öppen ekonomi är de stora valutaområdenas penningpolitik och också relationen dem emellan en av de viktigaste bestämningsfaktorerna.

I detta sammanhang är den svenska växelkursens utveckling viktig. Enligt bedömningen i den penningpolitiska rapporten väntas KPIF-inflationen att sjunka något under 2018 för att sedan under 2019 stabiliseras runt 2 procent, samtidigt som den svenska kronan förväntas att stärkas. Men växelkursutvecklingen är en riskfaktor, då en alltför snabb appreciering kan hota denna utveckling av inflationen.

Jag anser att det i dagsläget är viktigt att vara vaksam och försiktig i penningpolitiken. Vi behöver noga följa den svenska inflationsutvecklingen, men även vad andra centralbanker gör, hur normaliseringen sker och i vilken takt. Jag ser små risker med att vara försiktig. Skulle inflationen bli högre än vår prognos är det inte svårt att i ett sådant läge justera penningpolitiken. Det låga ränteläget innebär dock en riskupbyggnad som kräver bevakning, och utan att upprepa stöder jag vad Kerstin af Jochnick nyss anförde om den svenska bostadsmarknaden.

Sammanfattningsvis fångar de penningpolitiska överväganden som återges i rapporten på sidorna 8 och 9 väl min syn på penningpolitiken i dagsläget. Det gäller även en beredskap att skjuta på räntebanan om det är vad som krävs för att varaktigt klara av inflationsmålet.

Slutligen låt mig notera att det här är första gången protokollet upprättas i jag-form och med en kortare publiceringstid. Jag hoppas att det är en reform som blir framgångsrik.

### **§3. Diskussion**

#### **Vice riksbankschef Martin Flodén:**

Jag har två kommentarer och en fråga med anledning av Henry Ohlssons inlägg.

Jag sa i mitt första inlägg att jag misstänker att förtroendet för inflationsmålet och penningpolitiken är bräckligt medan Henry menade att inflationsförväntningarna nu är väl förankrade. Att inflationsförväntningarna sedan en tid tillbaka ligger nära två procent sammanfaller med en period när inflationen har stigit och sedan en tid tillbaka varit nära målet. Det är svårt att se om båten är väl förankrad när det inte blåser. Och det är svårt att veta om inflationsförväntningarna är väl förankrade när inflationen är nära målet. Jag misstänker som sagt att förväntningarna nu, efter den långa perioden med för låg inflation, skulle vara mindre robusta än vanligt om inflationen åter faller ner tydligt under målet.

Min andra kommentar gäller hur det höga resursutnyttjandet påverkar sysselsättningen och arbetslösheten. Vi ser fortfarande god sysselsättningstillväxt och dessutom allt tydligare tecken, om än med bristfälliga data, på att grupper som vanligen står längst från arbetsmarknaden får allt lättare att hitta jobb och att arbetslösheten i de grupperna faller. Det finns en del som tyder på att ett ansträngt resursutnyttjande under en lite längre period är nödvändigt för att, via persistenseffekter, pressa ner inte bara arbetslösheten utan även jämviktsarbetslösheten.

Avslutningsvis hade jag också en fråga om prognosen. Henry Ohlsson nämnde att måluppfyllelsen är god. Men prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport baseras på den reporäntebana som ligger däri. Jag uppfattade inte hur Henry ser på prognosen, särskilt inflationsprognosen, betingat på hans föreslagna penningpolitik.

### **Vice riksbankschef Henry Ohlsson:**

Om vi börjar med inflationsförväntningarna finns det inget annat sätt att bedöma om inflationsförväntningarna är väl förankrade än att titta bakåt. Hur skulle man annars göra? Vi vet att femårsförväntningarna har legat på målet i mer än två år. Under de första av dessa år var inflationsförväntningarna på målet trots att de faktiska inflationsutfallen var betydligt lägre. För mig understryker det att inflationsförväntningarna har varit väl förankrade under en längre tid.

När det gäller sysselsättningsutvecklingen håller jag med om att den har varit god, men för mig är även fördelningssimplikationerna viktiga. Som jag sa i mitt anförande har det mycket skilda implikationer om detta beror på ökat arbetsutbud eller lägre arbetslöshet. Det är naturligtvis mycket glädjande att arbetslösheten går ner för utsatta grupper på arbetsmarknaden men det har i det rådande arbetsmarknadsläget mer att göra med riktad arbetsmarknadspolitik än med allmän efterfrågepolitik. Min bedömning är att arbetsmarknadspolitikens roll kommer att bli viktigare framöver.

Slutligen beträffande måluppfyllelsen handlar detta också om att titta tillbaka på de faktiska utfallen. Som jag sa i mitt anförande har KPIF-inflationen återfunnits i intervallet 1,8 – 2,4 procent under de senaste nio månaderna. Vad gäller inflationsprognoserna följer det givetvis av mina penningpolitiska förslag att jag inte ställer mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport i dessa delar.

## §4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade

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

Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förordade en höjning av reporäntan till –0,25 procent med hänvisning till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt.

## §5. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 4 med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 14 februari 2018 kl. 9.30
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 23 februari 2018 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

Justeras:

Stefan Ingves

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley





**SVERIGES RIKSBANK**  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)  
Tel 08 - 787 00 00  
Fax 08 - 21 05 31  
[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)  
[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)