



# Penningpolitiskt protokoll

februari 2019

# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 12 februari 2019 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Liksom i december indikerar prognosen att räntan höjs igen under andra halvåret 2019, under förutsättning att konjunktur- och inflationsutsikterna står sig.*

Direktionen ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Konjunkturutvecklingen har, som väntat, gått in i en lugnare fas både i Sverige och omvärlden. Men även om tillväxten dämpas fortsätter konjunkturen vara god de närmaste åren.

Alla ledamöter framförde att den information som kommit sedan den penningpolitiska rapporten i december inte har föranlett några större revideringar av konjunktur- och inflationsutsikterna. Även om det finns en del blandade signaler kvarstår bilden av en stark svensk konjunktur och förutsättningarna för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent kommande år har inte förändrats i någon större utsträckning. Direktionen ansåg därför att det var lämpligt att behålla reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Liksom i december indikerar prognosen för reporäntan att nästa höjning sker under andra halvåret 2019.

Flera ledamöter betonade samtidigt att osäkerheten kring tillväxtförutsättningarna framöver är stor. Risker som inte enkelt fångas i prognosen är till exempel handelskonflikten mellan USA och Kina, osäkerhet kring styrkan i den europeiska konjunkturen samt formerna för Storbritanniens utträde ur EU. När det gäller osäkerhet kring efterfrågan i svensk ekonomi lyftes särskilt utvecklingen på bostadsmarknaden och några ledamöter diskuterade även den senaste tidens växelkursförsvagning. Mot bakgrund av dessa osäkerhetsfaktorer poängterades vikten av vaksamhet i penningpolitiken och att framtida räntehöjningar kommer att anpassas utifrån utsikterna för konjunkturen och inflationen.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 1

DATUM: 2019-02-12  
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande  
Kerstin af Jochnick  
Martin Flodén  
Henry Ohlsson  
Cecilia Skingsley

Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige

Meredith Beechey Österholm  
Vesna Corbo  
Hans Dellmo  
Charlotta Edler  
Mattias Erlandsson  
Eric Frieberg  
Jesper Hansson  
Jens Iversen  
Kristian Jönsson  
Maria Kindborg  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Jessica Penzo  
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3A)  
Henrik Siverbo  
Maria Sjödin  
Albina Soultanaeva  
Ulf Söderström  
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3A)  
Anders Vredin

Det antecknades att Marika Hegg och Henrik Siverbo skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll. Det noterades också att Per Jansson var frånvarande av familjeskäl.

## §1. Den ekonomiska utvecklingen

### Marknadsutveckling sedan senaste penningpolitiska mötet

**Ingrid Wallin Johansson**, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Perioden sedan det penningpolitiska mötet i december kan delas in i två faser för att beskriva marknadsutvecklingen.

Initialt bidrog oro om konjunkturutsikterna och politiska risker till ett fortsatt negativt marknadssentiment. Detta föranledde att aktiekurser i många länder föll då investerare sökte sig till säkrare tillgångar. Riskpremier i form av ränteskillnader mellan riskfyllda och säkra obligationer ökade och volatiliteten i optionsmarknaden steg. I januari vände utvecklingen i marknadssentimentet bland annat efter att Federal Reserve signalerat en mjukare penningpolitisk hållning än tidigare. Detta, tillsammans med generellt sett goda bolagsrapporter, bidrog till att aktiemarknader återhämtade sig och riskaptiten ökade på de finansiella marknaderna.

Statsobligationsräntor sjönk under senhösten i många länder i spåren av ett allmänt försämrat risksentiment bland investerare. Sedan det penningpolitiska mötet i december har de utvecklats mer stabilt även om de har fallit ytterligare något den senaste veckan. Svenska räntor har utvecklats i linje med tyska räntor medan amerikanska räntor har varierat något mer. Skillnaden mellan nominella och reala statsobligationsräntor, vilket är en indikation på den inflationskompensation som investerare förväntar sig, har åter stigit något i USA efter att ha fallit tydligt tidigare under hösten. I Tyskland och Sverige har denna inflationskompensation minskat något på senare tid. Valutamarknaden har varit oväntat stabil under den senaste tidens marknadsrörelser, även om kronan försvagats de senaste två veckorna.

Till skillnad från utvecklingen i omvärlden har räntemarknadens förväntningar på den framtida reporäntan varit relativt oförändrad sedan december. Samtidigt kvarstår det faktum att marknadsprissättningen implicerar en betydligt mer utdragen höjningscykel än såväl reporäntebanan från det penningpolitiska mötet i december som analytikerkollektivets prognoser. Den vanligaste uppfattningen bland marknadsaktörer är att direktionen meddelar i samband med det penningpolitiska mötet i april att åtminstone delar av obligationsförfallen 2020 återinvesteras med start efter halvårsskiftet i år. Inför dagens penningpolitiska beslut tror de flesta att såväl reporäntan som den penningpolitiska kommunikationen lämnas oförändrad.

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

**Jesper Hansson**, chef för avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för den prognos som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 30 och 31 januari samt den

4 februari. Utkastet till penningpolitisk rapport bordlades på ett möte med direktionen den 6 februari.

Det råder fortsatt hög osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. Konjunkturbilden i omvärlden är i stort sett densamma som vid det penningpolitiska mötet i december och BNP-tillväxten bromsar in ungefär i linje med prognos. Tillväxten i USA är fortfarande hög medan euroområdet uppvisar en tydlig dämpning som dock påverkas av tillfälliga faktorer. De flesta konfidensindikatorer som kommit den senaste tiden bekräftar bilden av en mer dämpad utveckling i närtid, men ligger fortfarande på nivåer nära historiska medelvärden. Prognosen för KIX-vägd BNP-tillväxt är sänkt med 0,2 respektive 0,1 procentenheter 2019 och 2020. Trots att resursutnyttjandet har stigit ganska många år nu och på många håll är normalt eller högre än normalt är inflationstrycket förhållandevis lågt. Olika mått på underliggande inflation ligger i de flesta fall under respektive centralbanks inflationsmål. Den totala KPI-inflationen är högre men lägre oljepris innebär att inflationen sjunker i år. Prognosen för KIX-vägd styrränta är marginellt nedreviderad på längre sikt, ungefär i linje med terminsräntornas utveckling.

Efter en period med hög tillväxt i Sverige föll BNP det tredje kvartalet i fjol, men det bedöms till stor del bero på tillfälliga faktorer. En delförklaring var en svag utveckling av personbilsinköp till följd av ändrade skatteregler. Utvecklingen av hushållens konsumtion var dock ganska svag under större delen av 2018 samtidigt som bostadsinvesteringarna föll. Bostadsinvesteringarna väntas stabiliseras under loppet av 2019, vilket bland annat styrks av att bostadspriserna har ökat något under nästan varje månad 2018. Månadsstatistik för efterfrågan och produktion tyder på en rekyl i BNP-tillväxten fjärde kvartalet till cirka 2,5 procent jämfört med kvartalet före uppräknat till årstakt. Konfidensindikatorer för näringslivet har fortsatt falla, men tyder ändå på ungefär normal tillväxt de kommande kvartalen. Prognosen för BNP-tillväxten för helåret 2019 har reviderats ner något till 1,3 procent. Arbetslösheten låg i slutet av 2018 strax över 6 procent, vilket är den lägsta nivån på tio år. De flesta indikatorer pekar på fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft. Men eftersom allt fler personer som normalt har svårt att få ett arbete kommer in i arbetskraften väntas arbetslösheten ändå stiga svagt framöver.

KPIF-inflationen i december var 2,2 procent vilket var nästan exakt i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i december. Förutsättningarna för att inflationen ska ligga nära målet under prognosperioden har inte förändrats. Kostnadstrycket är ganska högt med svag produktivitetstillväxt och en viss stegring i löneökningstakten. Inflationsprognosen är i stort sett oförändrad.

Prognosförslaget baseras på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan nu lämnas oförändrad på -0,25 procent. Prognosen indikerar, liksom i december, att nästa höjning av reporäntan sannolikt sker andra halvåret 2019. Därefter höjs reporäntan med cirka 0,5 procentenheter per år. Riksbankens innehav av statsobligationer var i slutet av januari knappt 355 miljarder kronor i nominellt

belopp. Prognosen bygger på att förfall och kupongbetalningar återinvesteras tillsvidare. Till och med första halvåret 2019 sker detta i jämn takt enligt beslutet i december 2017.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

### Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Jag ställer mig även bakom utkastet till penningpolitisk rapport, de prognoser som ligger i rapportutkastet och bedömningen av vilken reporänta som kommer att bli lämplig framöver.

Den ekonomiska utvecklingen i såväl omvärlden som Sverige har varit i linje med våra bedömningar vid det penningpolitiska mötet i december. Det är tydligt att tillväxten har mattats av i Sverige och euroområdet men osäkerheten kring de svenska och internationella tillväxtförutsättningarna är fortsatt stor.

Liksom tidigare är det oklart hur handelskonflikten mellan USA och Kina kommer att utvecklas och hur spelreglerna för den internationella handeln kommer att se ut framöver. Det är också fortsatt oklart hur villkoren för Storbritanniens utträde ur EU kommer att utformas, trots att det endast återstår en dryg månad till det tänkta utträdet.

I euroområdet utvecklades den tyska ekonomin överraskande svagt under andra halvåret 2018. En del av inbromsningen kan förklaras av tillfälliga faktorer inom fordonsindustrin, men flera framåtblickande indikatorer har försvagats och tyder på att tillväxten blir lägre även en tid framöver.

Samtidigt är andra viktiga länder i euroområdet dåligt rustade för en svagare konjunkturutveckling. Flera länder brottas sedan lång tid med svaga offentliga finanser, låg underliggande tillväxt och olönsamma och svagt kapitaliserade banker. Framtidsutsikterna försvagas dessutom av den demografiska utvecklingen med åldrande befolkningar. Nödvändiga reformer för att stärka ländernas ekonomier har antingen uteblivit eller mött stort folkligt motstånd när politiker försökt genomdriva dem. En stark omvärldsefterfrågan är då nästan en förutsättning för att dessa länder till viss del ska kunna växa ifrån sina problem. Utsikterna för att det ska lyckas försämrats när den europeiska konjunkturuppgången nu verkar avbrytas tidigare än väntat. Nedåtriskerna blir därmed tydligare.

Allt ser dock inte dystert ut. Tillväxten är fortfarande relativt hög i USA, och arbetsmarknaden utvecklas starkt och resursutnyttjandet är högt i såväl USA som Tyskland. Det finns fortfarande tecken på att lönerna i dessa länder nu ökar snabbare än de senaste åren och de internationella inflationsutsikterna har inte ändrats nämnvärt efter vårt senaste penningpolitiska möte.

Även i Sverige är konjunktursignalerna blandade. Hushållens konfidensindikator har fallit till låga nivåer och såväl hushållens konsumtion som försäljningen i detaljhandeln har utvecklats

överraskande svagt de senaste månaderna. Men det finns också positiva indikatorer. Tillväxten verkar ha blivit förhållandevis hög under sista kvartalet 2018 efter ett svagt tredje kvartal. Konfidensindikatorn i tillverkningsindustrin ligger fortfarande på höga nivåer och flera stora exportföretag har redovisat goda resultat den senaste tiden. Arbetsmarknaden, och särskilt sysselsättningen, har fortsatt att utvecklas starkt. De senaste löneutfallen tyder på att lönerna steg lite snabbare förra året än vi tidigare bedömde, och förutsättningarna för en ytterligare uppgång i löneökningstakten i år består.

Bostadsmarknaden är den största osäkerhetsfaktorn för den svenska konjunkturutvecklingen i år. Uppgången i bostadsbyggandet bidrog ganska kraftigt till den höga BNP-tillväxten under 2014–2017. När byggandet nu dämpas är bidraget i stället negativt. Mer precist väntas byggandet tynga BNP-tillväxten med 0,9 procentenheter i år efter att ha bidragit positivt med 0,6 procentenheter 2017. Byggandet får alltså ett direkt och tydligt genomslag på tillväxten. Dessutom bidrar både byggandet och bostadspriserna indirekt till konjunkturutvecklingen via spridning till andra branscher och kanske viktigast via hushållens framtidstro och konsumtion.

Trots att byggandet dämpas påtagligt i vår prognos väntas det ligga på en hög nivå i förhållande till genomsnittet för de senaste 25 åren. I prognosen väntas bostadspriserna stiga långsamt de kommande åren. Jag ser som sagt utvecklingen på den här marknaden som särskilt osäker. Osäkerheten rör samspelet mellan byggande, efterfrågan och prisförväntningar. Kan byggandet förbli högt om priserna faller? Kan priserna ligga kvar på höga nivåer om många nybyggda bostäder fortsätter att komma ut till försäljning? Är hushållen beredda att binda upp sig för bostadsköp flera år i framtiden när prisutvecklingen är osäker? Kan byggandet finansieras på annat sätt och fortskrida även om hushållen inte vill binda upp sig för köp långt i förväg? Svaren på de här frågorna kommer att påverka den svenska konjunkturen och därmed utformningen av penningpolitiken framöver.

Baserat på den nya informationen efter det penningpolitiska mötet i december ser jag inga skäl att ändra bedömningen av inflationstrycket. Vi har endast fått ett nytt inflationsutfall, för december, och det föll ut helt enligt prognos. Även annan ny information har i grova drag varit i linje med tidigare bedömning, men den spretar åt olika håll. Faktorer som talar för ett lägre inflationstryck är osäkerheten kring konjunkturutvecklingen och att inflationsförväntningarna, mätta på olika sätt, har fallit något. Faktorer som talar för ett högre inflationstryck är att kronan har blivit oväntat svag och att produktiviteten väntas växa långsammare. Men förändringarna är små, och sammantaget ser inflationsutsikterna alltså ut som tidigare. Det betyder att inflationstrycket är fortsatt svagt men att förutsättningarna för att inflationen ska ligga nära målet de kommande åren ändå är goda. En sådan inflationsutveckling förutsätter dock att penningpolitiken förblir fortsatt expansiv och alltså att reporäntan inte höjs för snabbt.

Jag vill ta upp ytterligare två frågor av vikt för penningpolitiken, nämligen genomslaget av reporäntehöjningen i december och kronförsvagningen efter decembarmötet. Vår bedömning

var att räntehöjningen skulle få ett normalt genomslag på olika marknadsräntor och att höjningen var ungefär i linje med marknadens förväntningar. Men eftersom det här var första räntehöjningen på över sju år och dessutom första höjningen från en negativ nivå fanns det kanske lite större osäkerhet än vanligt kring hur räntehöjningen skulle fungera. Reaktionerna blev dock helt normala och alltså i linje med vår bedömning. För mig stärker detta förtroendet för den penningpolitiska plan vi formulerade i december.

Växelkursen är en förhållandevis viktig del av den penningpolitiska transmissionen i en liten ekonomi som den svenska. Kronan hade förmodligen stärkts kraftigt om räntehöjningen i december felaktigt hade tolkats som inledningen på en serie snabba höjningar. Så blev alltså inte fallet utan kronan stärktes endast marginellt direkt efter decemberbeskedet. Därefter har kronan i stället försvagats ganska markant. Försvagningen är överraskande eftersom förväntningarna på omvärldens penningpolitik har skiftat i mer expansiv riktning under den här perioden medan förväntningarna på svensk penningpolitik har varit mer stabila.

Enligt den penningpolitiska plan vi formulerade i december är det troligt att reporäntan lämnas oförändrad på  $-0,25$  procent även vid vårt nästa penningpolitiska möte i april. Utvecklingen efter decembermötet har inte medfört att det är större sannolikhet att en höjning i april blir lämplig. Inflationsutsikterna och konjunkturbilden står sig ganska väl från det penningpolitiska mötet i december. Den nya informationen har viss övervikt mot det negativa hållet men bilden är inte entydig. En höjning i april skulle möjligen kunna bli motiverad om kronan fortsätter att vara svag, om de tre kommande inflationsutfallen tyder på ett högre inflationstryck och om konjunkturen samtidigt utvecklas väl. Men allt tyder än så länge på att det är klokt att avvakta till andra halvåret i år innan räntan höjs nästa gång. Min syn på den framtida penningpolitiken är alltså helt förenlig med den prognos för reporäntan som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

### **Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:**

Förslaget till beslut vid dagens möte är att lämna reporäntan oförändrad på  $-0,25$  procent och att också lämna reporäntebanan oförändrad. Det ställer jag mig bakom.

Jag vill ge några kommentarer om prognosjusteringarna som gjorts, om riskbilden och om den lämpliga penningpolitiken framåt.

Som det konstaterades i den penningpolitiska rapporten i december har den globala konjunkturen efter en period av hög aktivitet gått in i en fas med lägre tillväxt. Den svåra frågan är i vilken utsträckning händelserna sedan december talar för att det finns anledning att göra



omfattande prognosrevideringar. I huvudsak hade prognoserna i höstas redan fångat in ett lugnare tillväxtförlopp så behovet av stora justeringar är inte stort.

Jämfört med det penningpolitiska mötet i december har jag ändå blivit mer pessimistisk om den globala utvecklingen och jag ställer mig därför bakom de i och för sig måttliga, men ändå nedrevideringar som har gjorts för omvärldsekonomin.

Dels har de globala finansiella förhållandena präglats av större volatilitet än på mycket länge, vilket gör dem svårbedömda. I utkastet till penningpolitisk rapport görs bedömningen att de finansiella förhållandena blivit något stramare sedan december, för både omvärlden och Sverige. Vad gäller styrräntor i omvärlden är Riksbankens prognos redan låg. Justeringar i marknadsprissättningen på senare tid innebär förväntningar om en mindre åtstramande penningpolitik i de stora länderna framöver, och det ger ett visst stöd åt tillväxten.

Dels har omvärldsprognosen justerats ned något motiverat av att inkomsten makrodata i Europa tyder på ett svagare förlopp än väntat.

Svensk makrodata har inte varit så omfattande sedan december, men de data som publicerats bekräftar en fortsatt god arbetsmarknad och inflation i linje med Riksbankens prognos. Det är positivt att den tidigare osäkerheten om regeringsinnehavet har skingrats och att innehållet i regeringens politik under mandatperioden har klarnat.

Riksbankens prognos för hushållens konsumtion har reviderats ned något särskilt i ljuset av antaganden om lägre prisförväntningar på bostadsmarknaden. Vad gäller konsumtionen ser jag vissa uppåtrisker med tanke på att hushållen alltjämt åtnjuter en stark arbetsmarknad och en god inkomstutveckling, samt har ett högt sparande att ta av för att jämna ut konsumtionen.

Förutsättningarna för att inflationen förblir nära 2 procentsmålet ser jag sammanfattningsvis som goda. Den svenska efterfrågeutvecklingen är visserligen inte riktigt lika stark som tidigare antagits. Men även från utbudssidan väntas en viss dämpning, sett till en lägre förväntad potentiell tillväxt kommande år.

Precis som vid tidigare penningpolitiska möten finns det en rad risker som inte enkelt låter sig fångas i prognoserna men som kan komma att få betydelse för de penningpolitiska besluten. Hur Riksbanken hanterar risker i prognosen beskrivs mer i detalj i slutet av kapitel 1 i utkastet till penningpolitisk rapport. Vårt möte i dag tycker jag är ett bra exempel på nuläge där mer information behövs innan det kan bli aktuellt med eventuella justeringar.

Internationellt råder osäkerhet både om Storbritanniens villkor för utträde ur EU och om den framtida relationen med EU. Handelsrelationer mellan USA och Kina förblir oklara. Data för Italien tyder på recession. Förutom de riskfaktorer som nämns i utkastet till penningpolitisk rapport och som i huvudsak skulle kunna leda till sämre utfall, vill jag tillägga att amerikansk data

förblivit stark och det finns inga uppenbara inflationsshot i de dominerande ekonomierna som kräver penningpolitiska åtstramningar.

En svårbedömd riskfaktor är hur näringslivet försöker navigera i den globala miljön som präglas av fortsatt osäkerhet om framtida handelsvillkor. Anekdotisk information tyder på att många företag gradvis försöker förändra sina verksamheter och orderflöden på ett sätt som ska minska riskerna för att råka illa ut i olika typer av handelsrestriktioner. De senaste månadernas vikande orderingång i en del länder kan vara ett tecken på dessa förändringar. Oviljan att bli ett slagträ i politiska debatter och äventyra sitt anseende medför emellertid att bolag gör förändringarna med stor försiktighet och därför är svåra att observera.

Jag ställer mig alltså bakom den penningpolitiska bedömningen att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrad vid detta beslutstillfälle. Om reporäntebanan materialiseras innebär det en ny höjning andra halvåret i år, och enligt räntebanan aktualiseras den höjningen när inflationen mätt som KPIF ligger några tiondelar under målet. Jag vill vara tydlig med att jag ser det som möjligt att höja styrräntan även i lägen när den faktiska inflationen inte är på eller ovanför tvåprocentmålet. Det är den framåtblickande inflationsprognosen som avgör behovet av ränteförändringar snarare än den faktiska inflationsnivån vid beslutstillfället. Däremot är det inte ett självändamål att ta sig bort från minusräntan. Fortfarande gäller den princip som jag uttryckt på tidigare penningpolitiska möten, vilket är att gradvis höja styrräntan med avseende på konjunktur- och inflationsutsikterna men utan att äventyra den inflationsmålsuppfyllelse som har åstadkommit sedan ungefär två år tillbaka.

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

Jag ställer mig bakom de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer förslaget att behålla reporäntan på -0,25 procent med en oförändrad reporäntebana.

Bedömningen av den realekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige är inte väsentligt annorlunda jämfört med den som låg till grund för det penningpolitiska mötet i december. Men det finns vissa signaler som kan tyda på en sämre utveckling och som utgör osäkerhetsmoment i vår bedömning.

Omvärldskonjunkturen är fortsatt stark, men tillväxten minskar nu i flera länder. Konjunkturen i USA ser fortsatt god ut, men nedstängningen av myndigheter i USA och förhandlingar om

skuldtaket kan vara en förklaring till att vi den senaste tiden ser att förtroendet bland hushåll och företag verkar ha dämpats något.

I euroområdet har utvecklingen varit svagare än i USA, men vi bedömer att nedgången i tillväxten som registrerades under slutet av 2018 till stor del var av tillfällig karaktär.

Samtidigt kvarstår sedan tidigare flera av de risker i omvärlden som skulle kunna leda till en sämre utveckling. En sådan risk rör effekterna av införande av olika former av handelshinder. De hinder som hittills har upprättats har inte gett några tydliga avtryck på tillväxten globalt, men vi ser däremot vissa förändringar i handelsmönstren för Kinas och USA:s del.

En annan risk rör formerna för Storbritanniens utträde ur EU. Om inte utträdet sker på ett ordnat sätt ökar osäkerheten inte bara för Storbritannien utan för hela EU – det gäller såväl den realekonomiska utvecklingen som utvecklingen på de finansiella marknaderna.

I samband med de senaste penningpolitiska mötena har vi också diskuterat riskerna förknippade med den ekonomiska utvecklingen i Italien. På kort sikt har osäkerheten kring finanspolitiken minskat något i och med att EU-kommissionen godkände den italienska budgeten i december. Men flera svåra utmaningar kvarstår att hantera, exempelvis den svaga tillväxten och problemen i banksektorn.

Den politiska osäkerheten och osäkerheten om styrkan i världskonjunkturen har sedan några månader också påverkat de finansiella marknaderna i såväl USA som euroområdet. Bland annat har statsobligationsräntorna sjunkit. Marknadens förväntningar på kommande styrräntehöjningar har också dämpats. Jag menar att det sammantaget finns skäl att vara vaksam för en sämre omvärldsutveckling än i vår prognos.

För svensk del är vår prognos för tillväxten något nedreviderad, men min bedömning är ändå att den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas väl. Det syns inte minst på arbetsmarknaden, där det råder fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft. Även om resursutnyttjandet förväntas sjunka något de kommande åren bedöms det ändå vara högre än normalt.

Men även beträffande den svenska utvecklingen finns en hel del risker. Osäkerheten kring utvecklingen av den svenska bostadsmarknaden är fortsatt stor, trots att priserna återhämtat sig något det senaste året. Jämfört med de föregående årens kraftiga prisökningar på bostäder är det en stor förändring, som har inneburit att bostadsinvesteringarna faller.

I vår prognos är tillväxten i hushållens konsumtion nedreviderad med några tiondelar för innevarande år. Hushållens förtroende för framtiden har sjunkit på sistone, vilket sannolikt har att göra med utvecklingen på bostadsmarknaden, men också fallande börskurser. Samtidigt menar jag att hushållens dämpade syn på framtiden inte ska överdrivas och att utsikterna för hushållens konsumtion bör bedömas i ett bredare perspektiv. Arbetsmarknaden är stark, samtidigt som hushållens disponibla inkomster utvecklas i god takt. De räntehöjningar som

förutses de kommande åren väntas inte få en avgörande effekt på hushållens disponibla inkomster. Dessa förväntas fortsätta växa i god takt, beroende på de stora positiva bidragen från bland annat stigande löner.<sup>1</sup> Till detta kommer att hushållen i utgångsläget har ett högt sparande. Min samlade bedömning är därför att det finns förutsättningar för att hushållens konsumtion ska kunna fortsätta ligga på en tillväxttakt i närheten av 2 procent per år de närmaste åren, som vår prognos indikerar.

Inflationen har sedan december utvecklas i linje med vår prognos, även om vi bara har ett ytterligare månadsutfall för KPIF-inflationen. Stigande energipriser har bidragit ganska mycket till inflationen den senaste tiden. Olika mått på underliggande inflation har sedan en tid generellt sett legat lägre än KPIF-inflationen och under målet på 2 procent. I närtid väntas dock även den underliggande inflationen att stiga mot målet genom högre hyror, stigande livsmedelspriser och effekter av den lågt värderade kronan.

Men liksom vid tidigare penningpolitiska beslut är en avgörande pusselbit i min bedömning hur inflationsutsikterna ser ut i ett något längre perspektiv. Det starka läget på den svenska arbetsmarknaden väntas bidra till stigande kostnadstryck de kommande åren. Prognosen för ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet är till och med något uppreviderad för innevarande år jämfört med den penningpolitiska rapporten i december. Ett stigande inhemskt kostnadstryck kompenserar effekterna i vår prognos av att energipriserna ökar långsammare och att kronan förstärks gradvis. Sammantaget menar jag att bedömningen av inflationsutsikterna i Sverige i allt väsentligt står sig sedan december.

Som jag har argumenterat för idag tycker jag också att det är rimligt att behålla reporäntan oförändrad och att även stå fast vid vår ränteprognos från december. Men jag har också lyft fram ett antal faktorer som kan förändra våra prognoser och som vi måste följa noggrant framöver.

### **Riksbankschef Stefan Ingves:**

Jag ställer mig bakom de prognoser och bedömningar om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och resten av världen som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Detsamma gäller också förslaget att låta reporäntan ligga kvar på -0,25 procent. Reporäntebanan är oförändrad och indikerar att en höjning av reporäntan kan komma under det andra halvåret 2019.

Återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i Riksbankens statsobligationsportfölj fortsätter enligt plan. Dessa återinvesteringar har hittills fungerat väl och pågår enligt

---

<sup>1</sup> Se fördjupningen "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?" i Penningpolitisk rapport, december 2018.

direktionens tidigare beslut tillsvidare, och i jämn takt till juni 2019. Vi får återkomma till frågan om obligationsportföljen längre fram.

De bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige som görs i utkastet till penningpolitisk rapport sammanfaller i stora drag med den bedömning som gjordes i december. Mötena ligger ganska nära varandra och inte så mycket har hänt när det gäller hårddata. Den globala ekonomin har vuxit snabbt under en följd av år, och går nu in i en fas med något lugnare utveckling. I USA och Kina väntas BNP-tillväxten avta från höga nivåer, medan euroområdet väntas fortsätta växa i ungefär samma, långsammare takt. För världen som helhet väntas en BNP-tillväxt på en bit över 3,5 procent under prognosperioden. Det är en svagare, men inte på något sätt dålig, tillväxt. Ser man till de ekonomier som spelar störst roll för svensk ekonomi, och väger samman dem med de så kallade KIX-vikterna, väntas en BNP-tillväxt på drygt 2 procent under kommande år, det vill säga i linje med de bedömningar som gjordes i penningpolitiska rapporten i december.

Kring denna förväntade utveckling finns ett antal risker som, om de materialiseras, kan leda till en väsentligt annorlunda utveckling, både i det korta och i det längre tidsperspektivet. Det handlar om risker som vi talat om under längre tid. Närmast oss geografiskt, och kanske mest betydelsefullt ur ekonomisk synvinkel, är risker kopplade till utvecklingen i euroområdet. Frågetecknen kring den långsiktiga stabiliteten i Italiens statsfinanser och ekonomiska utveckling i stort kvarstår. Utvecklingen i de andra stora ekonomierna i euroområdet, särskilt Tyskland, är därför av särskilt stor betydelse, som en slags försäkring mot en sämre utveckling i till exempel Italien. Tyskland har idag låg arbetslöshet, budgetöverskott och bytesbalansöverskott, i vid mening en stark ekonomi med ekonomiska frihetsgrader vilket också gynnar Sverige. Skeenden kring Storbritanniens kommande utträde ur EU har fortsatt att vara en källa till oro. På den globala ekonomiska arenan är handelskonflikten mellan USA och Kina fortsatt en riskfaktor. Än så länge bedöms effekterna på global tillväxt bli små, även om handelsmönstren länderna emellan har börjat påverkas. Det finns alltså stora och ovanliga osäkerhetsmoment, där riskerna främst ligger på nedsidan. Skulle de materialiseras kan penningpolitiken behöva justeras, men där är vi inte i dagsläget. Å andra sidan är den globala tillväxten fortsatt hygglig och inflationen är vid eller närmar sig två procent på olika håll.

Sverige har haft flera år med god tillväxt och nu väntas tillväxttakten dämpas. Prognosen för BNP-tillväxten 2019 är 1,3 procent, något lägre än bedömningen i december. För 2020–2022 väntas en tillväxt på knappt 2 procent, vilket är ungefär samma bedömning som i december. Den höga tillväxten, både i Sverige och i vår omvärld, har lett till att arbetsmarknaden uppvisar en mycket stark utveckling, och arbetslösheten har fallit till den lägsta nivån på 10 år. Det finns dock alltså strukturella problem på arbetsmarknaden, med stora grupper som har svårt att få arbete.

Inflationen fortsätter att utvecklas i linje med vårt tvåprocentsmål. Sedan det förra penningpolitiska mötet har ett nytt utfall publicerats. Det gäller inflationen för december månad

då den årliga procentuella förändringen i KPIF uppmättes till 2,2 procent, helt i linje med vår prognos. Inflationen för helåret 2018 blev 2,1 procent. Måluppfyllnaden fortsätter att vara god. Och inflationsförväntningarna fortsätter att tyda på förtroende för inflationsmålet.

Inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är i stora drag densamma som i penningpolitisk rapport i december, och innebär att inflationen under åren 2019–2021 väntas bli kring 2,0 procent eller något under. Kronans växelkurs väntas stärkas långsamt under prognosperioden, vilket i sig verkar dämpande på inflationsutvecklingen. Å andra sidan väntas de senaste årens goda BNP-tillväxt ha fortsatt genomslag på kostnadstrycket, bland annat i form av stigande löner. Under hela prognosperioden kommer också resursutnyttjandet att vara högre än normalt vilket också talar för att inflationen kommer att ligga hyggligt nära vårt inflationsmål på två procent.

Vid det förra penningpolitiska mötet i december höjdes reporäntan med 0,25 procentenheter, och vi räknar med att höja reporäntan långsamt under kommande år. Den reporäntebana som ligger till grund för prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport antar fortsatta höjningar under prognosperioden, men i en takt som är mycket långsam i förhållande till tidigare räntehöjningscykler. Tre återkommande frågor i det sammanhanget är vad som händer med ränteläget och den ekonomiska utvecklingen i Europa i kombination med vår egen växelkurs. Svårigheterna med växelkursprognoser fångas väl av den senaste tidens utveckling när vi, som nästan alltid, prognostiserade en växelkursförstärkning samtidigt som utvecklingen gått åt andra hållet.

Som avslutning vill jag säga några ord om utvecklingen på bostadsmarknaden och riskerna med hushållens höga skuldsättning. För en vecka sedan deltog jag i Finansutskottets öppna utfrågning om finansiell stabilitet tillsammans med andra myndighetschefer, bland andra. Enligt min mening uttrycktes där en samsyn om att hushållens skuldsättning utgör en stor risk för den svenska samhällsekonomin. En gradvis stigande ränta under kommande år kan på marginalen bidra till att hålla tillbaka skuldökningstakten. Men för att lösa de strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden behövs större grepp inom bostads- och skattepolitiken. Ur ett finanssektor- och skuldperspektiv kommer dessvärre hushållens skuldsättning att kvarstå som en huvudvärk många år framöver.

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

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslagen att lämna reporäntan oförändrad vid -0,25 procent och att lämna reporäntebanan oförändrad. Vidare ställer jag mig bakom såväl nulägesbilden som prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms under 2019 komma uppgå till 2,1 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2020 och 2021 är prognosen för vartdera året också 2,1 procent. Den KIX-vägda inflationen bedöms bli 1,9 procent under 2019

för att stiga till 2,1 procent 2020 och 2,2 procent 2021. Under de senaste tolv månaderna har den årliga ökningstakten världshandeln med varor legat på kring 4 procent. Det ska medges att de flesta av de siffror jag nämnt är nedreviderade sedan det penningpolitiska mötet i december. Ändå är det min bedömning att det ekonomiska läget i omvärlden måste anses vara gott.

Trots de något försämrade globala makroekonomiska förutsättningarna finns det för omvärlden förväntningar om mindre expansiv penningpolitik. Den amerikanska centralbanken har höjt sin styrränta i flera omgångar. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden stiga, om än i långsam takt.

Låt mig övergå till Sverige: KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i december låg den årliga ökningstakten för KPIF på 2,2 procent. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De senaste 21 månaderna har den återfunnits i intervallet 1,7 – 2,5 procent. Den genomsnittliga inflationstakten under dessa 21 månader har varit 2,1 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer vara 2,0 procent i årstakt under 2019. Under 2020 bedöms KPIF att öka med 1,8 procent i årstakt, under 2021 med 2,0 procent. Måluppfyllelsen är god!

Januarimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 2,0 procent. De senaste 37 månaderna har medeltalet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Om man ser till förväntningarna på ett års sikt förstärks bilden av att inflationsförväntningarna ligger på tvåprocentmålet. I januari låg dessa förväntningar på 2,0 procent. Ettårsförväntningarna har varit 1,9 procent eller högre under de senaste 17 månaderna. Inflationsförväntningarna är väl förankrade!

Jag övergår nu till att diskutera läget på arbetsmarknaden: Enligt den senaste Arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i december på 6,0 procent (ej säsongrensat). Det är samma nivå som motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten också låg på 6,0 procent. Slutsatsen är att AKU-arbetslösheten är på väg att bottna.

Samtidigt tycker jag att det är viktigt att även se på andra arbetslöshetsmått när man tolkar AKU. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I december 2018 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,8 procent. Det är något högre än samma månad ett år tidigare då andelen låg på 2,6 procent. Några tiondelar av procent hit eller dit spelar ingen större roll, men kvalitativt är det intressant att den nedåtgående trend som vi har sett under flera år nu har brutits. Trendbrottet understryker att arbetslösheten nu har bottnat.

Arbetslösheten är dock enligt min mening fortfarande på en för hög nivå. Idag handlar det dock främst om att få ner arbetslösheten för utrikes födda. Och då är det inte i första hand en fråga för

allmän efterfrågepolitik utan om arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker de arbetslösas humankapital och sänker kostnaderna för att anställa dem.

Om vi ser till anställningsplaner, bristtal och lediga platser är det uppenbart att den svenska arbetsmarknaden är mycket stark. Men det visar också att det finns en hel del att göra för att förbättra matchningen på arbetsmarknaden. Här blir det också mer och mer klart att matchningsproblemen på arbetsmarknaden är nära förknippade med matchningsproblemen på bostadsmarknaden. I många fall handlar det inte om att det saknas kompetenta sökanden – det handlar om att det inte snabbt går att finna bostäder åt lämpliga sökanden.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden: Min utgångspunkt är att penningpolitiken inte kan få styras av att inflationen enstaka månader varierar några tiondelar hit eller dit kring 2 procents inflation. Nu har inflationen under en längre tid varit kring målet på 2 procent såväl i utfall som förväntningar. Detta var i december de avgörande argumenten för mig för att det var tid att börja höja reporäntan. Den räntebana som beslutades i december innebär ungefär två räntehöjningar per år under de kommande åren. Jag anser att det vid dagens penningpolitiska möte är lämpligt att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade. Inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport – som bygger på just dessa politikval – visar också på fortsatt god måluppfyllelse.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom förslaget till beslut att lämna reporäntan oförändrad vid -0,25 procent och att lämna reporäntebanan oförändrad. Vidare ställer jag mig bakom såväl nulägesbilden som prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport.



### **§3. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan**

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A.
- att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 20 februari 2019.

### **§4. Övriga beslut**

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 3 med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 13 februari 2019 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 22 februari 2019 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

Justeras:

Stefan Ingves

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

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)