



Penningpolitiskt protokoll

april 2019

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 24 april 2019 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan oförändrad på $-0,25$ procent. Direktionen bedömer att reporäntan kommer att ligga kvar på denna nivå en något längre tid än vad som bedömdes i februari. Direktionen beslutade även att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor.

Ledamöterna ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Den goda globala konjunkturen håller i sig men har som väntat gått in i en fas med lugnare tillväxt. Aktiviteten i svensk ekonomi är hög och inflationen är nära målet på 2 procent.

Flera ledamöter konstaterade dock att omvärldskonjunkturen fortsatt är kantad av osäkerhet och risker som kan leda till en sämre utveckling framöver. Man noterade också att flera tongivande centralbanker nu kommunicerar en något mer expansiv penningpolitik än tidigare. För svensk del har konjunkturen utvecklats enligt prognos. Men ledamöterna betonade samtidigt att inflationen har blivit lägre än väntat flera månader i rad. Det reser frågetecken kring hur starkt inflationstrycket är och inflationsprognosen är nedreviderad jämfört med bedömningen i februari.

Direktionen var överens om att behålla reporäntan på $-0,25$ procent. Även om inflationsutvecklingen enligt ledamöterna inte kräver en helt annorlunda penningpolitik bedömer man att de svagare inflationsutsikterna motiverar att avvakta lite längre innan räntan höjs igen. Det framfördes vissa nyansskillnader om när det kan vara lämpligt att höja räntan nästa gång men prognosen för reporäntan indikerar att räntan höjs i slutet av året eller i början av nästa år. Mot bakgrund av en oväntat låg inflation i både Sverige och omvärlden, låga räntor i omvärlden och en osäkerhet om styrkan i den globala utvecklingen poängterade flera ledamöter att det är viktigt att penningpolitiken går försiktigt fram. Prognosen indikerar därför att höjningarna framöver kommer att ske i en något långsammare takt än i föregående prognos. Majoriteten av ledamöterna ansåg också att det var lämpligt att upprätthålla nivån på Riksbankens innehav av statsobligationer och därför från juli 2019 till december 2020 köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor.

Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att köpa statsobligationer från juli 2019 till december 2020. De anser att ytterligare köp inte på ett tydligt sätt kommer att bidra till penningpolitikens måluppfyllelse, men att det finns risker förknippade med ytterligare köp.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2019-04-24

MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige
Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige

Mattias Ankarhem
Meredith Beechey Österholm
Vesna Corbo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Anders Gänge
Jesper Hansson
Marika Hegg
Jens Iversen
Kristian Jönsson
Maria Kindborg
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Åsa Olli Segendorf
Jessica Penzo
Maria Sjödin
Åsa Sydén
Ulf Söderström
Fredrik Wallin (§ 1-3A)
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3A)
Anders Vredin

Det antecknades att Marika Hegg och Mattias Ankarhem skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§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. Marknadsaktörernas bedömning av politiska risker och risker för en global konjunkturavmattning samt av olika former av policystimulans från i synnerhet centralbanker har fortsatt att påverka utvecklingen på finansiella marknader sedan det penningpolitiska mötet i februari.

Aktiekurser och priser på andra mer riskfyllda tillgångar har överlag fortsatt att stiga, både utomlands och i Sverige. I kölvattnet av penningtvättskandalerna har dock svenska bankaktier utvecklats svagare än börsen i stort. Statsobligationsräntorna föll under veckorna efter det penningpolitiska mötet i februari. De har därefter återhämtat en större del av fallet men är i nuläget sammantaget fortfarande något lägre än vid mötet i februari. Det har också uppmärksamats att tyska 10-åriga statsobligationer tidvis har handlats till negativ ränta och att den amerikanska avkastningskurvan för statsobligationer mellan 3 månader och 10 år under en kort tid var inverterad.

De stora valutorna har utvecklats tämligen stabilt under inledningen av året och volatiliteten på valutamarknaderna har varit fortsatt låg sedan det penningpolitiska mötet i februari. Undantaget är det brittiska pundet som reagerat på nyheter om Brexit. Marknadens oro för ett avtalslöst utträde har dock märkts tydligast i prissättningen av optioner på det brittiska pundet. Den svenska kronan är ungefär oförändrad sedan februarimötet men är fortsatt svag i historisk jämförelse.

De penningpolitiska förväntningarna i omvärlden skiftade ned redan innan februarimötet. Förväntningarna på framtida policyräntor har sedan dess skalats ned ytterligare något, främst avseende Europeiska centralbanken (ECB). ECB har kommunicerat att den första räntehöjningen kommer att ske tidigast 2020 samt utlovat nya stödlån till europeiska banker. Termensmarknaden å sin sida prissätter för närvarande att ECB behåller inlåningsräntan på nuvarande nivåer till mitten av 2021.

Under mars månad var efterfrågan på Riksbankscertifikat större än den utbudna volymen vid fyra på varandra följande auktionstillfällen. Detta kan ha bidragit till att de korta penningmarknadsräntorna steg. Under april har efterfrågan på Riksbankscertifikat återigen minskat, vilket inneburit att mer likviditet kvarstår i banksystemet. Till följd av detta har korta marknadsräntor åter fallit tillbaka till omkring de nivåer som gällde vid mötet i februari.

Inför detta penningpolitiska möte är förväntningarna från marknadsaktörerna att reporäntan kommer att lämnas oförändrad. Det råder enighet om att inflationsprognosen kommer att revideras ned, men oenighet om huruvida detsamma gäller för reporäntebanan. Det finns även

olika uppfattningar om Riksbankens fortsatta obligationsköp. Såväl analytikerprognoser som enkäter bland marknadsaktörer indikerar att de flesta tror att Riksbanken meddelar att delar av förfallen 2020 återinvesteras i förväg med start efter halvårsskiftet i år.

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 3 och 4 april samt den 8 april. Utkastet till penningpolitisk rapport bordlades på ett möte med direktionen den 16 april.

BNP-tillväxten i omvärlden dämpas ungefär i linje med prognosen vid det penningpolitiska mötet i februari, men inflationstrycket är något lägre. Tillväxten i omvärlden har återhämtat sig efter ett svagt tredje kvartal i fjol som påverkades av tillfälliga faktorer. Första kvartalet i år ser ut att bli något svagare än väntat, men påverkas också av tillfälliga faktorer som stängningen av delar av statsapparaten i USA. De flesta förtroendeindikatorer ligger på nivåer nära historiska medelvärden och tyder därmed på något högre tillväxt under resten av 2019. Prognosen för KIX-vägd BNP-tillväxt är i stort sett oförändrad, kring 2 procent per år 2019–2021.

Underliggande inflation har förblivit svag i euroområdet trots att resursutnyttjandet har stigit och är på en ungefär normal nivå. Utväxlingen mellan stigande resursutnyttjande och inflation tycks vara svagare än väntat, vilket har motiverat många prognosmakare, inklusive Riksbanken, att justera ner inflationsprognoserna på längre sikt. Prognosen för den totala KIX-viktade konsumentprisinflationen i år har dock justerats upp, främst till följd av högre energipriser. Det lägre inflationstrycket har bidragit till att centralbanker har ändrat kommunikationen om penningpolitiken i mer expansiv riktning och att terminsräntorna har skiftat ned. Prognosen för KIX-vägd styrränta har därför reviderats ner något.

Konjunkturen i Sverige är fortsatt stark och inflationen är nära målet. Inflationstrycket bedöms dock vara något lägre än i tidigare bedömning. Återhämtningen i svensk BNP under fjärde kvartalet i fjol blev starkare än väntat. Förtroendeindikatorer för näringslivet har stabiliserats under 2019 och tyder på ungefär normal tillväxt de kommande kvartalen. Prognosen för kvartalstillväxten är i det närmaste oförändrad, men den starka avslutningen på 2018 innebär ändå att BNP-prognosen för helåret 2019 har reviderats upp från 1,3 till 1,7 procent. Tillväxten ligger sedan kvar på ungefär denna nivå 2020–2021.

Arbetslösheten har sedan början av 2018 pendlat kring 6,2–6,5 procent. Det senaste utfallet för mars var ganska högt men månadssiffrorna är volatila. Första kvartalet i år var arbetslösheten 6,4 procent och den väntas stiga svagt i linje med föregående prognos. De flesta indikatorer pekar på fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft, men med långsammare BNP-tillväxt väntas arbetslösheten ändå stiga svagt framöver.

KPIF-inflationen i mars var 1,8 procent vilket var 0,5 procentenheter lägre än prognosen vid det penningpolitiska mötet i februari. Förutsättningarna för att inflationen ska ligga nära målet under prognosperioden har inte förändrats i grunden, men de senaste månadernas överraskande svaga utfall tyder på att inflationstrycket är lägre än väntat. Prognosen är därför något nedreviderad.

Växelkursen har inte förstärks som väntat utan ligger kvar på ungefär samma nivå som veckorna före mötet i februari. Kronan har under en längre tid utvecklats svagare än väntat och bedöms även på längre sikt vara något svagare. Prognosen innebär ändå en viss förstärkning både i reala och nominella termer.

Prognosförslaget baseras på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på $-0,25$ procent vid dagens möte. Prognosen för reporäntan är nedreviderad till följd av ett svagare inflationstryck i Sverige och något lägre räntor i omvärlden. Prognosen indikerar att räntan ligger kvar på $-0,25$ procent fram till slutet av året eller början av 2020. Därefter höjs reporäntan i en något långsammare takt jämfört med bedömningen i februari.

Penningpolitikens inriktning, och därmed prognoserna för konjunktur och inflation, påverkas även av storleken på Riksbankens balansräkning. Riksbankens innehav av statsobligationer var i slutet av mars 316 miljarder kronor i nominellt belopp. Prognosförslaget bygger på att direktionen beslutar att köpa statsobligationer för 45 miljarder kronor i nominellt belopp under perioden från juli 2019 till december 2020. Tidigare beslut om återinvesteringar upphävs. Besluten innebär att obligationsinnehavet och likviditetsöverskottet i banksystemet behålls nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018, efter att nettoköpen avslutades. Det kan noteras att dessa köp om 45 miljarder kronor motsvarar ungefär hälften av de betalningar från förfall och kuponger som Riksbanken tar emot under denna period. Statsobligationsköpen sker i jämn takt och på så sätt bibehåller Riksbanken närvaron i marknaden.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Riksbankschef Stefan Ingves:

Låt mig inledningsvis notera att jag ställer mig bakom de prognoser och bedömningar om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och världen som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Det är lämpligt att nu låta reporäntan ligga kvar på $-0,25$ procent samtidigt som räntebanan är något nedreviderad jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Får vi rätt i vår bedömning kan en höjning av reporäntan komma under senare delen av andra halvåret 2019, eller tidigt 2020. Jag stödjer också förslaget att under perioden juli 2019 till december 2020 köpa statsobligationer till ett värde av 45 miljarder kronor. Då bibehåller Riksbanken ungefärligen nivån på innehavet av statsobligationer och undviker att banksystemets likviditetsöverskott

gentemot Riksbanken sjunker markant mot slutet av 2020. I det avseendet påverkas inte penningpolitikens expansivitet påtagligt. Via köpen upprätthåller vi samtidigt en kontinuerlig närvaro i marknaden vilket ger oss fortsatt flexibilitet i penningpolitiken. Inte minst i en osäker omvärld är det viktigt.

De bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige som görs i utkastet till penningpolitisk rapport sammanfaller i stora drag med de bedömningar som gjordes i februari. Bedömningarna vad gäller synen på det underliggande inflationstrycket, både i euroområdet och i Sverige, har ändrats något vilket jag återkommer till.

Den globala ekonomin har uppvisat en god utveckling under en följd av år, och går nu in i en lugnare fas. Dämpningen av tillväxten i vår omvärld sker i linje med våra tidigare prognoser. För världen som helhet väntas en BNP-tillväxt på omkring 3,5 procent under prognosperioden. Ser vi endast till de länder som spelar störst roll för Sveriges ekonomiska utveckling väntas en tillväxt på omkring 2 procent, vilket är i nivå med det historiska genomsnittet. Prognosen för tillväxten i euroområdet är nedreviderad, men i övrigt är prognosen i stora drag i linje med de bedömningar som gjordes i den penningpolitiska rapporten i februari, och tillväxten är inte på något sätt dålig.

Men kring denna förväntade utveckling finns ett antal risker som kan leda till en väsentligt annorlunda utveckling, både i det korta och i det längre tidsperspektivet. Det handlar dels om styrkan i euroområdets konjunktur, och risken att tillväxten där utvecklas svagare än i vår prognos. Det gäller också inflationstrycket i euroområdet. Den underliggande inflationen i euroområdet har utvecklats svagt under senare år trots bättre tillväxt och en mycket expansiv penningpolitik. Om inflationstakten i euroområdet inte stiger på det sätt som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport kan detta ha avgörande effekter på svensk inflation och därmed svensk penningpolitik.

Andra risker som diskuterats under längre tid finns kvar. Turbulensen i samband med diskussionerna kring formerna för Storbritanniens kommande utträde ur EU har avtagit i och med att utträdet skjutits upp. Men de grundläggande problemen är kvar, och kan orsaka nya utbrott av osäkerhet framöver. Bekymren i det italienska banksystemet samt de offentliga finanserna kvarstår. På den globala ekonomiska arenan fortsätter handelskonflikten mellan USA och Kina, även om tonläget förbättrats. Det finns alltså stora osäkerhetsmoment, där riskerna som jag ser det främst ligger på nedsidan. Skulle de materialiseras kan penningpolitiken behöva justeras, men jag är inte beredd att ta ut dessa nedåtrisker så att säga i förskott.

För att komma till utvecklingen i Sverige kan man konstatera att den ekonomiska tillväxten under det fjärde kvartalet ifjol var oväntat stark. För helåret 2018 blev tillväxten 2,3 procent, något högre än vår prognos i den penningpolitiska rapporten i februari. Vår nya prognos för BNP-tillväxten 2019 är 1,7 procent, några tiondelar högre än bedömningen i februari. För 2020–2021 väntas en tillväxt på knappt 2 procent, vilket är ungefär samma bedömning som i februari. Detta

är förhållandevis goda siffror, speciellt med tanke på att tillväxten i euroområdet varit måttlig. Den höga tillväxten har bidragit till att arbetsmarknaden utvecklats starkt. Men det finns strukturella problem på arbetsmarknaden, med stora grupper som har svårt att få arbete trots stark konjunktur.

Inflationen fortsätter att utvecklas i linje med vårt mål om 2 procent. Sedan det förra penningpolitiska mötet har tre nya utfall publicerats. Den senaste observationen gäller inflationen för mars månad då den årliga procentuella förändringen i KPIF uppmättes till 1,8 procent. Detta är lägre än i prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari, och prognosfelet har bland annat att göra med oväntat låga utfall i januari för volatila komponenter som utrikes resor och kläder. Måluppfyllelsen fortsätter ändå att vara god, och inflationsförväntningarna fortsätter att tyda på ett gott förtroendet för inflationsmålet.

Inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är nedreviderad på kort sikt, bland annat på grund av att de senaste utfallen blivit lägre än förväntat. Men konjunkturen är stark och resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt. Tillsammans med stigande inflation i omvärlden talar detta för en KPIF-inflation nära 2 procent även under kommande år.

Vid det penningpolitiska mötet i december i fjol höjdes reporäntan med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. Reporäntan lämnades därefter oförändrad i februari, samtidigt som vi bedömde att nästa höjning skulle komma under andra halvan av 2019. Den räntebana som ligger till grund för prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport antar fortsatta höjningar under prognosperioden, men i en långsammare takt jämfört med februari. Att skjuta något på nästa höjning känns naturligt mot bakgrund av den något lägre inflationsprognosen, framförallt i år. Men i takt med att inflationen åter stiger mot 2 procent kan räntan höjas försiktigt. Det kan tilläggas att trots dessa höjningar är den reala reporäntan påtagligt negativ under hela prognosperioden. Penningpolitiken är alltså fortsatt expansiv, vilket även våra fortsatta obligationsköp bidrar till.

Precis som många gånger tidigare antar vi nu att växelkursen gradvis kommer att stärkas, och argumentet i sammanfattning är i stort sett detsamma – det går bra för svensk ekonomi, vi har sedan lång tid tillbaka ett bytesbalansöverskott, och då borde det bli så. För min egen del undrar jag om det inte är dags för ett omtag när det gäller analysen av växelkursen – kan det möjligen vara så att den reala växelkursen har försvagats av skäl som ligger utanför det konjunktursammanhang som vi fokuserar på?

Låt mig som avslutning även denna gång påminna om riskerna med hushållens höga skuldsättning. Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna bedöms fortsätta att öka under kommande år, och det gör dem ännu mer känsliga för olika slags oväntade förändringar. Den stigande skuldsättningen hänger ihop med utvecklingen på bostadsmarknaden. För att komma till rätta med dessa risker och de strukturella problemen på den svenska

bostadsmarknaden behövs åtgärder inom bostads- och skattepolitiken, och i betydligt större omfattning än vad som förmåtts så här långt.

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Världsekonomin fortsätter in i en fas med lägre tillväxttakter vilket sker ungefär i linje med vad Riksbanken har prognostiserat sedan en tid tillbaka. Inflationen i omvärlden har emellertid utvecklats oväntat svagt och det medverkar till att dominerande centralbanker har reviderat ned sina prognoser och anpassat sina penningpolitiska budskap.

Ledningen för den amerikanska centralbanken Federal Reserve har justerat ned sina prognoser för räntehöjningar de kommande åren och meddelat att neddragningen av deras balansräkning avslutas i sin nuvarande form i höst. Finansmarknaden har uppfattat beskedet som mer expansiva än väntat och därutöver indikerar prissättningen på räntemarknaden att nästa ränteförändring i USA blir en sänkning.

Den Europeiska centralbanken (ECB) har också tagit intryck av svagare statistikutfall och reviderat ned sina tillväxt- och inflationsprognoser för euroländerna. ECB:s kommunikation gör gällande att den penningpolitiska stimulansen förblir på nuvarande nivå så länge som anses krävas för att nå inflationsmålet. Vidare kommer ECB starta ett nytt låneprogram för bankerna i september 2019 med avsikten att bibehålla gynnsamma kreditvillkor i euroländerna.

De finansiella marknaderna avslutade 2018 med tydligt sämre sentiment, lägre aktiekurser och marknadsräntor på statspapper. Aktiekurserna har därefter återhämtat sig med råge, medan marknadsräntorna är kvar på fortsatt låga nivåer. Sannolikt har de mjukare tongångarna från de inflytelserika centralbankerna givit stöd åt riskfyllda tillgångar, vilket är något märkligt med tanke på att centralbankerna agerar på svagare tillväxtutsikter som egentligen borde dämpa aktievärdena.

I den svenska ekonomin fortsätter resursutnyttjandet att vara högre än normalt. Tillväxten dämpas emellertid, dels av den svagare omvärldsefterfrågan jag nyss nämnde och dels av lägre bostadsinvesteringar framöver.

Den öppna svenska ekonomin är starkt utsatt för en omvärld där det fortsatt råder stor osäkerhet. Tongångarna mellan Kina och USA gällande framtida handelsrelationer beskrivs visserligen i den penningpolitiska rapporten som något mildare och risken för en brittisk avtalslös exit från EU har minskat på kort sikt. Riskerna är dock fortsatt höga för ett sämre globalt handelsklimat framöver. Det är också något som näringslivet tagit fasta på och reviderat ned sina bedömningar för exportutvecklingen.

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har vi också mottagit tre nya inflationsutfall, för månaderna januari, februari och mars. Januariutfallet var en prognosmässig besvikelse som sedan har kommit att ligga kvar i senare utfall. Samtidigt ska inte prognosbesvikelsen överdrivas.

Den faktiska inflationen är fortfarande förenlig med 2-procentsmålet enligt min mening. De underliggande inflationsmåten, som behövs för att kunna analysera varaktigheten i prisutvecklingen, har stigit och medianen för de underliggande mått Riksbanken publicerar steg till 2 procent i den senaste mätningen. Till detta kommer att omvärldens resursutnyttjande väntas förbli på höga nivåer vilket talar för en gradvis uppgång i pristrycket internationellt. Förutsättningarna för att hålla svensk inflation kvar nära målet ser jag därför alltså som goda.

Utifrån dessa kommentarer om makrouvecklingen vill jag nu säga några ord om den fortsatta penningpolitiken.

Riksbanken behöver alltså gå fram gradvis med penningpolitiken för att inte äventyra det viktiga förtroendet Riksbanken har i form av förankrade inflationsförväntningar bland ekonomins aktörer. Att inflationen blivit lägre än väntat sedan det penningpolitiska mötet i februari visar ännu en gång betydelsen av att direktionen har en försiktig inställning gällande både räntehöjningar och förvaltningen av obligationsportföljen som understödjer den penningpolitiska expansiviteten.

Direktionen presenterade i den penningpolitiska rapporten i december 2017 en övergripande strategi för hur reporäntan och obligationsportföljen är tänkt att användas i den penningpolitiska normaliseringen. Översiktligt presenterades en ordning där obligationsportföljen hålls intakt medan räntehöjningar påbörjas och att portföljen kan börja avvecklas en bit in i räntehöjningsfasen. Med tanke på att Sverige är en liten och omvärldsberoende ekonomi ser jag inte att den strategin behöver följas slaviskt, men två saker ser jag som viktiga:

Det första är att vi vet mer om hur reporäntan och dess förändringar påverkar makroekonomin, än vad vi vet om obligationsportföljens effekter på räntebildningen och makroekonomin.

Det andra är att en högre styrränta skapar ett tydligare policyutrymme för sänkningar längre fram om inflationsutsikterna motiverar det, jämfört med att göra förändringar i en obligationsportfölj.

Annorlunda uttryckt ser jag reporäntan som det primära penningpolitiska redskapet och jag föredrar att obligationsportföljen ska hanteras på ett förutsägbart och passivt sätt.

Givet Riksbankens makroprognos som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport ser jag inte att tiden är mogen för att låta obligationsportföljen minska i storlek. Jag stöder därför strategin att upprätthålla nivån på obligationsinnehavet ytterligare en tid, och ställer mig bakom beslutet att köpa statsobligationer till det nominella värdet 45 miljarder kronor perioden juli 2019 till december 2020. Jag har ställt mig frågan om det istället hade varit möjligt att avvakta detta beslut för att vid senare tillfällen, vid behov, aktivera köp av statsobligationer. Men jag har landat i bedömningen att det skulle bryta mot ambitionen att behandla portföljen på ett förutsägbart sätt och skapa osäkerhet om det är reporäntan eller obligationsportföljen som är vårt primära verktyg för bedrivandet av penningpolitik.

Vad gäller reporäntebanan så prognostiserade Riksbanken i den penningpolitiska rapporten i februari att inflationen skulle förbli vid 2 procent samtidigt som en räntehöjning var planerad det andra halvåret i år. Därefter förväntades reporäntan att höjas med cirka 50 punkter per år resten av prognosperioden.

Givet att inflationsutsikterna har försvagats något sedan dess är det rimligt att dels avvakta något med styrräntehöjningar och dels minska takten på höjningarna för att kunna hålla inflationen nära målet. Jag ställer mig därför bakom förslaget till ny reporäntebana. Av det följer också att jag ställer mig bakom förslaget att idag lämna reporäntan oförändrad.

Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer också förslaget att revidera ned reporäntebanan så att nästa höjning inträffar i slutet av året eller i början av nästa år. Förslaget att köpa statsobligationer till ett belopp om nominellt 45 miljarder mellan juli i år och december nästa år tycker jag också är en rimlig avvägning.

Riksbankens prognoser över omvärldsutvecklingen pekade vid förra mötet på en viss dämpning under 2019 vilket är i linje med utvecklingen så här långt. Tillväxten hos våra viktigaste handelspartners, vägd enligt KIX, bedöms bli omkring 2 procent, vilket är nära det historiska snittet, och resursutnyttjandet väntas ligga på normal nivå. Prognosen över den KIX-vägda inflationen är i princip oförändrad jämfört med februari, vilket betyder att den håller sig kring 2 procent de kommande åren.

Av särskild betydelse för Sverige är utvecklingen i euroområdet, som står för ungefär 50 procents vikt i KIX. Här finns vissa orosmoment när det gäller såväl den realekonomiska utvecklingen som inflationsutsikterna. De tidigare bedömda tillfälligt negativa tillväxteffekterna i euroområdet verkar nu ha blivit mer bestående, vilket har föranlett en nedrevidering av tillväxtprognosen för i år. Inflationen har till betydande del förklarats av stigande energipriser, och den underliggande inflationen i euroområdet har bara legat kring en procent de senaste åren. Prognosen för inflationen på sikt är nu nedreviderad.

Som en följd av att tillväxtutsikterna dämpats något ytterligare och inflationen visar sig något svagare har ECB reviderat ner sina prognoser för tillväxt och inflation i samband med sitt möte i mars och har kommunicerat en något mjukare penningpolitik och längre tid fram till en eventuell räntehöjning. Även Federal Reserve har kommunicerat mjukare tongångar beträffande sin framtida penningpolitik. Men i USA är förutsättningarna annorlunda, eftersom man kommit en bra bit på vägen i sina höjningar av styrräntan, som nu är i intervallet 2,25–2,50 procent.

Det är sannolikt att de riskfaktorer som dominerat i omvärlden de senaste åren – Brexit, handelskonflikten mellan USA och Kina samt utvecklingen i Italien – har bidragit till den svagare utveckling som vi sett i euroområdet. I det korta perspektivet tycker jag att riskbilden möjligen

ser något bättre ut när vi blickar framåt. Europeiska rådets beslut att ge Storbritannien längre tid att besluta om utträdesavtalet och det förbättrade tonläget i relationen mellan USA och Kina inger visst hopp. Trots det kvarstår nedåtrisker när det gäller vår prognos för tillväxten i omvärlden. Exempelvis återstår stora utmaningar i den italienska ekonomin på längre sikt, när det gäller såväl statsfinanserna som banksektorn.

För svensk del har realekonomiska data kommit in i linje med och i vissa fall starkare än bedömningen i februari. BNP-tillväxten fjärde kvartalet 2018 var starkare än vi hade förutspått. Och när vi tittar på enkäter till framförallt företag är bedömningen av utvecklingen fortsatt positiv. Däremot är hushållen, liksom förra året, lite mer pessimistiska över utvecklingen i svensk ekonomi. Läget på arbetsmarknaden är dock fortsatt starkt och den disponibla inkomsten utvecklas i god takt. Detta skapar goda förutsättningar för en fortsatt god konsumtionsutveckling.

Det som skulle kunna påverka hushållens konsumtion i negativt riktning är om bostadsmarknaden utvecklas svagare än i vår prognos. Trots att bostadspriserna återhämtat sig något efter prisfallet hösten 2017 är nivån fortfarande lägre än innan prisfallet inleddes. Större bostadsprisfall än de vi sett skulle sannolikt leda till mer försiktiga hushåll och en negativ effekt på hushållens konsumtion och tillväxten i Sverige. När det gäller bostadsinvesteringarna har vi redan sett negativa effekter av den svagare bostadsprisutvecklingen de senaste åren jämfört med åren dessförinnan. Och en ännu svagare prisutveckling riskerar naturligtvis att dämpa dessa investeringar ännu mer.

Utöver realekonomiska data har vi också fått in tre inflationsutfall sedan det förra penningpolitiska mötet, och samtliga var lägre än vår prognos i februari. När man analyserar siffrorna ser man visserligen att det är varu- och tjänstegrupper vars priser brukar variera mycket som överraskat på nedsidan men sammantaget är bedömningen att inflationstrycket i Sverige är något lägre än vi tidigare väntat oss.

Det är förstås bekymmersamt att inflationen blir lägre än vi prognostiserat men vi måste då komma ihåg att vi under de senaste två åren haft en inflation runt 2 procent och de lite svaga utfall vi fått under våren 2019 ligger strax under 2 procent. Jag tycker därför inte att man ska överdramatisera överskattningen av inflationen sedan februari. Det finns flera skäl till det. Vi har sedan en tid tillbaka väntat oss att KPIF-inflationen skulle gå ner under loppet av 2019, när de höga energiprisuppgångar som påverkat siffrorna under 2018 klingar av. De stora effekterna av energipriserna framgår väldigt tydligt i diagram 1:4 i utkastet till penningpolitisk rapport.

Som jag nämnde tidigare bidrog flera komponenter som brukar variera mycket till prognosfelen för KPIF-inflationen. Riksbankens olika mått på underliggande inflation pekar på att inflationstrycket är på väg att stiga, och medianen av måtten uppgick till 2 procent i mars. Svaren från företagen i både Konjunkturbarometern och Riksbankens företagsundersökning ger ytterligare stöd för att inflationstrycket är på väg att stiga.

Med detta sagt: i ett lite längre perspektiv, sedan den finansiella krisen, har inflationsutvecklingen inte bara i Sverige utan i många andra länder överlag varit oväntat svag. Digitaliseringen är ett exempel på en strukturell faktor som vi tidigare identifierat som dämpande på inflationsutvecklingen. Cecilia Skingsley höll nyligen ett intressant tal om digitaliseringens effekter på ekonomin.¹ Vi behöver fortsätta utveckla vår forskning och analys för att fullt ut förstå hur olika megatrender påverkar inflationsutvecklingen. En annat viktigt exempel för svensk del rör förändringar i demografin och arbetsutbudet, inte minst mot bakgrund av de senaste årens stora migration till Sverige.

Mot bakgrund av de lägre inflationsutfallen och bedömningen att inflationen utvecklas något svagare än vi tidigare bedömt så är det rimligt att justera inflationsprognosen och anpassa penningpolitiken. Men jag tycker att justeringen måste sättas in i ett större sammanhang. I samband med de penningpolitiska besluten i december och februari har vi betonat att penningpolitiken inte "går på autopilot". Om ny information kommer fram som gör att vi behöver revidera våra prognoser måste också den aktuella penningpolitiken ses över.

Min bedömning är sammantaget att den något svagare inflationsutvecklingen i sig inte kräver en helt annorlunda penningpolitik, men att det är rimligt att i detta läge behålla reporäntan på -0,25 procent under lite längre tid. Därtill är det rimligt att vi inte gör så stora förändringar i vår portfölj av statsobligationer. Jag delar därför bedömningen när det gäller förslaget till köp av statsobligationer. Jag ser också ett värde i att vi behåller vår närvaro i marknaden för att säkerställa att vid behov ha handlingsförmåga att använda portföljen.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och även prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport. Däremot stödjer jag inte förslaget att köpa statsobligationer efter halvårsskiftet 2019.

Konjunkturutvecklingen i omvärlden har varit i linje med vår bedömning vid det penningpolitiska mötet i februari. Inflationen hålls uppe av överraskande högt oljepris, men i euroområdet har den underliggande inflationen utvecklats svagare än väntat. Förväntningarna på omvärldens penningpolitik har skiftat i expansiv riktning och prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar nu att inga räntehöjningar förväntas från ECB eller Federal Reserve under det kommande året. Även räntorna på långa statsobligationer har sjunkit. Bilden av en fortsatt global lågräntemiljö under lång tid framöver har alltså förstärkts.

¹ Se Cecilia Skingsley, "Digitaliseringens effekter på ekonomin", anförande vid Entreprenörskapsforum, publicerat den 26 mars 2019.

Utvecklingen i Sverige har varit liknande. Trots att tillväxten verkar mattas av, i linje med vår februariprognos, förblir konjunkturen förhållandevis stark och resursutnyttjandet högre än normalt. Inflationen har däremot blivit avsevärt lägre än vår februariprognos.

Mycket av prognosfelet förklaras av oväntat låga priser på kläder, el och utrikes resor, där överraskande låga priser delvis kan förklaras med en ny mätmetod. Allt tyder på att det här kommer att hålla nere den uppmätta inflationen under resten av 2019. Eftersom det här är inflationskomponenter som vanligen är volatila, och eftersom flera av Riksbankens mått på underliggande inflation har fortsatt att stiga den senaste tiden är det däremot inte självklart att inflationstrycket på längre sikt behöver revideras ner. Men prognosmissarna i kombination med att inflationen flera gånger tidigare har blivit överraskande låg reser ytterligare frågetecken kring styrkan i inflationstrycket. Jag tycker därför att det är rimligt att inflationstrycket även under kommande år nu bedöms bli lägre än i vår februariprognos.

Med tanke både på lägre omvärldsräntor och frågetecknen kring konjunkturutvecklingen och det svenska inflationstrycket är det också rimligt att avvakta ytterligare information innan reporäntan höjs nästa gång. Relevant information rör främst utvecklingen av det svenska inflationstrycket och förtroendet för inflationsmålet, men även det utländska inflationstrycket, styrkan i den svenska och utländska konjunkturen och riktningen för omvärldens penningpolitik är viktiga.

Att höja räntan idag är alltså inte aktuellt. Inget talar heller för att en räntehöjning kommer att vara lämplig vid vårt nästa penningpolitiska möte. Prognosen för reporäntan i utkastet till penningpolitisk rapport indikerar att nästa räntehöjning kommer att ske mot slutet av 2019 eller början av 2020. Det är inte en orimlig prognos, men jag ser en viss sannolikhet för att tecknen på en tilltagande underliggande inflation förstärks och att det i så fall kan bli lämpligt att nästa höjning av reporäntan kommer något tidigare än vad prognosen i rapportutkastet indikerar.

Mot bakgrund både av att bilden av en global lågräntemiljö under lång tid har förstärkts och att det svenska inflationstrycket har fortsatt att utvecklas svagt är det dessutom troligt att den lämpliga takten för våra höjningar av reporäntan på lite sikt blir ännu långsammare än i vår tidigare bedömning. Detta avspeglas i den nya prognosen för reporäntan.

Jag står alltså, om än med viss tvekan, bakom förslaget till ny reporäntebana. Men jag oroas för att det penningpolitiska beslutet kommer att uppfattas som mer expansivt än det är, särskilt på valutamarknaden. Eftersom kronan redan är svag skulle jag inte välkomna en ytterligare kronförsvagning. Jag tycker att det är viktigt att notera att den föreslagna räntebanan ligger högre än prissättningen och förväntningarna på räntemarknaden. Dessutom indikerar vår räntebana i kombination med marknadens förväntningar på ECB att den svenska styrräntan, som redan har höjts och är högre än ECB:s, kommer att fortsätta att höjas snabbare än ECB:s styrränta de kommande åren.

Låt mig nu övergå till förslaget att köpa statsobligationer efter halvårsskiftet 2019. Som jag sa inledningsvis stödjer jag inte det förslaget. Jag förespråkar att obligationsköpen i stället avslutas när det nuvarande köpprogrammet löper ut.

Jag reserverade mig mot beslutet i april 2017 att utöka Riksbankens köp av statsobligationer, och jag reserverade mig även mot beslutet i december 2017 kring återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar. Skälen för fortsatta obligationsköp har inte stärkts därefter, och argumenten bakom min reservation idag är huvudsakligen desamma som vid de senaste beslutstillfällena.

Jag bedömer liksom tidigare att fortsatta tillgångsköp inte längre på något påtagligt sätt gör den svenska penningpolitiken mer expansiv. Våra tillgångsköp har förmodligen främst fått effekt på tre olika sätt. För det första har det uppstått en brist på statsobligationer vilket har pressat ner korta räntor på statspapper under vår reporänta. De här räntorna har legat på ungefär samma nivå i förhållande till vår reporänta sedan mitten av 2016 då vårt obligationsinnehav var betydligt mindre. Den här ränteeffekten skulle därför sannolikt bestå en tid framöver även om vi nu skulle sluta köpa obligationer.

För det andra har Riksbankens obligationsköp förmodligen bidragit till att visa att vi gör allt vi kan för att hålla inflationen nära tvåprocentmålet. Det var viktigt under 2015 och 2016 när förtroendet för inflationsmålet och Riksbankens penningpolitik var svagt. Idag är det ingen som tvivlar på att Riksbanken prioriterar inflationsmålet högt. Därmed menar jag att den här signaleringseffekten inte längre är viktig.

För det tredje kan kombinationen av brist på statsobligationer och Riksbankens signalering ha medfört både svårigheter och ovilja hos utländska portföljplaceringar att hålla svenska lågrisktillgångar. På så sätt kan obligationsköpen ha bidragit till att kronan har försvagats. Under 2015 och 2016, när inflationen var låg och förtroendet för inflationsmålet var svagt, var det önskvärt att undvika en snabb kronförstärkning som skulle ha medfört en ytterligare nedåtpress på inflationen. Läget är annorlunda idag när inflationen är nära målet och förtroendet för målet starkare. Mycket tyder på att kronan nu är svagare än den kommer att vara på sikt och varken svensk ekonomi eller Riksbankens penningpolitik gynnas på sikt av att växelkursen rör sig bort från sin långsiktiga jämviktsnivå.

Jag vill också påpeka att jag alltså inte tror att våra obligationsköp har haft effekt via de mekanismer som vanligen diskuteras i litteraturen och som förmodligen har varit viktiga i andra länder.²

² Se mitt inlägg vid det penningpolitiska mötet i februari 2015.

Riksbankens tillgångsköp har inte skett i ett krisläge med dåligt fungerande finansiella marknader och nedpressade tillgångspriser. Köpen har alltså inte handlat om att upprätthålla marknadernas funktionssätt.

Tillgångsköpen har nog inte heller haft någon betydande effekt genom löptidsomvandling och nedåtpress på långa räntor. Till att börja med är det för mig oklart om tillgångsköpen har pressat ner räntor på långa löptider utöver vad som följer av nedåtpressen från korta räntor och förväntningshypotesen. Och även om långa räntor har pressats ner bedömer jag att det inte nödvändigtvis innebär att penningpolitiken har blivit mer expansiv. Den mesta utlåningen i Sverige, till såväl hushåll som företag, sker till rörlig ränta. Det är då korta räntor och förväntningar på framtida korta räntor som spelar störst roll för hur expansiv penningpolitiken är.

Riksbankens tillgångsköp har uppenbarligen inte heller verkat genom riskomvandling. Riksbanken har ju endast köpt svenska statsobligationer. Lite förenklat kan man säga att våra obligationsköp finansieras genom att vi ger ut riksbankscertifikat till samma värde som de statsobligationer vi köper, och statsobligationerna handlas inte med någon tydlig kreditrisk jämfört med riksbankscertifikaten.

Slutligen har tillgångsköpen förmodligen inte heller haft en signaleringseffekt på det sätt man vanligen talar om. Den effekten skulle uppstå om tillgångsköp stärker trovärdigheten för att styrräntan kommer att hållas låg länge. Men såväl marknadens prissättning som enkätundersökningar indikerar att marknaden redan förväntar sig att räntan framöver kommer att vara lägre än vad som ligger i Riksbankens prognos. Så såg det dessutom ut innan vi inledde tillgångsköpen och så har det sett ut under större delen av perioden med tillgångsköp.

Jag bedömer alltså att fortsatta tillgångsköp inte längre på något påtagligt sätt kommer att bidra till penningpolitikens måluppfyllelse. Däremot bedömer jag att obligationsköpen medför vissa risker. Jag tänker då främst på risker för Riksbankens finanser och risker förknippade med statsobligationsmarknadens funktionssätt.

Sammanfattningsvis ställer jag mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och förslaget till reporäntebana i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag stödjer inte förslaget att köpa statsobligationer efter halvårsskiftet 2019.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag ställer mig bakom både makroprognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag vill lyfta två faktorer som sedan en tid tillbaka har spelat, och även fortsätter att spela, en särskilt stor roll för mina penningpolitiska överväganden. De två faktorerna är, för det första, styrkan i inflationstrycket i svensk ekonomi och, för det andra, utvecklingen i vår omvärld. Låt mig börja med det svenska inflationstrycket.

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har tre nya utfall för inflationen publicerats. De avser januari, februari och mars. Samtliga utfall var klart lägre än väntat för både KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energipriser. För KPIF-inflationen har prognosfelen varit i storleksordningen 0,4–0,5 procentenheter. För mars var vår prognos att KPIF-inflationen skulle hamna på 2,3 procent men utfallet blev 1,8 procent. Exklusive energipriser har prognosfelen varit aningen mindre, i intervallet 0,3–0,4 procentenheter. Marsutfallet för inflationen exklusive energipriser uppgick till 1,5 procent, att jämföra med en prognos på 1,8 procent.

En viss ljuspunkt i inflationsbilden är att flertalet av Riksbankens mått på den underliggande inflationen har stigit sedan vårt februarimöte. På det mötet uppgick måttens medianvärde, som avsåg december, till 1,6 procent. Med de nya utfallen till och med mars hamnar medianvärdet nu i stället på 2 procent. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, har även de stigit under de senaste månaderna och uppgick i mars till 2 respektive 1,8 procent.

Det här är naturligtvis en positiv och välkommen utveckling. Men den senaste tidens stora och ihållande bidrag till inflationen från energipriserna gör att det finns en risk för att i varje fall vissa mått på underliggande inflation i dagsläget tecknar en lite för ljus bild av inflationstrycket. Att så mycket väl kan vara fallet understryks av att uppgången i energipriserna under fjolåret i stor utsträckning berodde på tillfälliga utbudsförändringar – en ovanligt torr och varm sommar som drev upp svenska elpriser och olika utbudsbegränsningar på den internationella oljemarknaden som pressade upp oljepriset. När energipriserna påverkas av tillfälliga utbudsförändringar är det, i alla fall så som jag ser det, särskilt viktigt att vara försiktig med att räkna in dem i den mer varaktiga inflationen.

En annan omständighet som reser frågor kring styrkan i inflationstrycket är systematiken i våra prognosmissar. Det står visserligen klart att prognosfelet i mars i hög grad kan förklaras av undergrupper i konsumentprisindex som ofta varierar mycket månad till månad – energi, utrikes resor och kläder. Det kan tala för att inflationen framöver kan komma att ta igen en del av den oväntade nedgång som nu skett. Men från en undersökning av våra kortsiktsprognoser sedan januari 2018 framgår att det finns ett tydligt systematiskt mönster i våra prognosavvikelser, som rimligen inte beror på otur med tillfälliga effekter. För KPIF-inflationen visar det sig att vi har överskattat utfallet i 11 av totalt 15 fall. För KPIF-inflationen exklusive energipriser är det till och med lite värre, här rör det sig om 12 av 15 fall.

Svaghetsstecknen i inflationstrycket har också börjat sätta avtryck i inflationsförväntningarna, i alla fall så som de mäts i Prosperas enkätundersökningar. Än så länge är nedgången inte så stor och har mest att göra med förväntningarna på kort sikt, ett respektive två år framåt i tiden. Men det är viktigt att hålla ett öga på inflationsförväntningarna, särskilt med tanke på de kommande avtalsförhandlingarna. Det är av mycket stor betydelse att arbetsmarknadsorganisationerna

uppfattar inflationsmålet som ett stabilt ankare för pris- och lönebildningen när förhandlingarna så småningom drar igång på allvar.

Jag går med detta över till den andra faktorn som spelar en särskilt stor roll för mina penningpolitiska överväganden, utvecklingen i omvärlden. Som påpekats vid flera tillfällen tidigare kännetecknas vår omvärld av ett antal stora risker som är svåra att kvantifiera i en prognos och därmed att väga in i den aktuella utformningen av penningpolitiken. Till de mer allvarliga riskerna hör fortsatt effekterna av Storbritanniens utträde ur EU, handelskonflikten mellan USA och Kina samt utvecklingen i vissa länder i euroområdet, i första hand Italien.

Det är som sagt svårt att i penningpolitiken ta höjd för dessa risker i förväg. Det bästa man kan göra är att vara medveten om dem och gå försiktigt fram med penningpolitiken generellt sett. En princip som man då kan följa är att på marginalen hellre göra för mycket än för lite, att "err on the expansionary side" som man skulle säga på engelska. Jag uppfattar att både Federal Reserve och ECB har följt den här principen under senare år och alltså fortsätter att göra det.

Federal Reserve har nu tagit "time-out" med sina räntehöjningar och kommunicerat att man avser att avsluta nedtrappningen av innehavet i statsobligationer vid utgången av september i år. Marknadsaktörerna ser det som mer sannolikt att nästa förändring av styrräntan blir en sänkning snarare än en höjning. ECB har å sin sida lanserat nya expansiva åtgärder i form av en förväntan om att hålla styrräntorna oförändrade under en längre period än tidigare, åtminstone året ut i stället för åtminstone över sommaren, och ytterligare en omgång attraktivt prissatta långfristiga lån till banker med start i september, så kallade TLTRO-III. Det pågår också diskussioner om att införa ett skiktat system för räntorna på överskottslikviditeten. Tanken är att det med ett sådant system ska vara möjligt att hålla räntorna låga under en längre tid eftersom de negativa effekterna på bankernas lönsamhet av låga räntor då blir mindre. Marknadsaktörerna har svarat med att revidera ner sina styrränteförväntningar och väntar sig nu inte en första höjning förrän en bit in på 2021.

Det jag här har anfört kring det svenska inflationstrycket och utvecklingen i omvärlden understryker bara att det både är rimligt och bra att nu något revidera ner inflations- och ränteprognosen samt att fortsätta att köpa statsobligationer under ännu en tid, så som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport. Det förtjänar i sammanhanget att påpekas att inflationsprognosen, med undantag för ett antal månader kring årsskiftet 2019/20, är lägre än tidigare trots att penningpolitiken görs mer expansiv. Precis som noteras i rapportutkastet reser detta frågan om vi inte borde göra en ännu större revidering av penningpolitiken i expansiv riktning.

Jag delar dock synen att förbättringarna i inflationsbilden som skett under 2017 och 2018 gör att vi nu kan bedriva penningpolitiken med lite mer tålmod än tidigare. Samtidigt är det viktigt att påpeka att det först är mot slutet av prognosperioden som inflationen stabiliseras kring

inflationens målet. Det visar att läget är skört och att prognosen inte tål några större nya nedrevideringar, utan att också föra med sig ytterligare justeringar av penningpolitiken. Att se till att vi fortsätter att bedriva penningpolitiken på ett sådant sätt att det hela tiden klart och tydligt framgår för ekonomins aktörer, och inte minst för arbetsmarknadsorganisationerna, att det nominella ankaret håller ser jag som vår mest grundläggande och allra viktigaste uppgift.

Avslutningsvis vill jag säga att jag stödjer Stefan i hans önskemål om att det nu är dags att göra ett omtag när det gäller våra växelkursanalyser. Det är naturligtvis inte alls säkert att detta kommer att förbättra vår förmåga att göra prognoser för växelkursen men med de erfarenheter vi har gjort är det väl värt ett försök.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid -0,25 procent. Jag ställer mig också bakom förslaget att från och med juli 2019 inte återinvestera kuponger och förfall av Riksbankens innehav av statsobligationer. Däremot ställer jag mig inte bakom förslaget att köpa statsobligationer under perioden juli 2019–december 2020.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms under 2019 komma uppgå till 2,0 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2020 och 2021 är prognosen för vardera året oförändrat 2,1 procent sedan februari månads penningpolitiska rapport. Den KIX-vägda inflationen bedöms enligt utkastet till penningpolitisk rapport bli 1,9 procent under 2019. Prognosen är oförändrad jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari.

Prognoserna för 2020 och 2021 är 2,0 procent vardera året. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden stiga, om än i långsam takt.

Styrränteprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport för omvärlden för 2019 och 2020 är oförändrad jämfört med i februari.

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

Apriilmätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 1,9 procent. De senaste 40 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 april låg dessa förväntningar på

1,9 procent. Ettårsförväntningarna har varit 1,9 procent eller högre under de senaste 20 månaderna. Inflationsförväntningarna är väl förankrade!

Vi har sedan februari fått ännu ett exempel på osäkerheten förknippad med enstaka observationer av makroekonomiska nyckelvariabler. Det först rapporterade BNP-utfallet för tredje kvartalet 2018 var svagt, ja mycket svagt. Men sedan det senaste penningpolitiska mötet har BNP-data för fjärde kvartalet 2018 publicerats. Utfallet var starkt, ja mycket starkt. I utkastet till penningpolitisk rapport revideras nu prognosen för BNP-tillväxten under 2019 upp till 1,7 procent från 1,3 procent i februari. För 2020 och 2021 är prognoserna oförändrade.

Enligt den senaste Arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i mars på 7,1 procent (ej säsongrensad). Det är högre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 6,5 procent. Även om enstaka månadssiffror ska tolkas med försiktighet är slutsatsen att AKU-arbetslösheten har bottnat.

Samtidigt tycker jag att det är viktigt att även se på andra arbetslöshetsmått när man tolkar AKU. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I mars 2019 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 höga bristtal och många kvarstående lediga platser 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 2018 de avgörande argumenten för mig för att det var tid att börja höja reporäntan. Vid detta penningpolitiska möte anser jag dock att det är lämpligt att lämna reporäntan oförändrad.

Idag föreslås fortsatta köp av statsobligationer. Jag anser att effekterna av sådana köp i nuvarande situation är oklara. Dessutom anser jag att det är lämpligt att avsluta köpen när vi nu har börjat höja reporäntan. Jag reserverar mig därför mot detta förslag.

Den räntebana som beslutades i december 2018 innebar ungefär två räntehöjningar per år under de kommande åren med en första höjning under andra halvåret 2019. Jag ser inga avgörande skäl att frånga detta, inget talar emot det program vi lade i december. Därför hade jag föredragit att lämna reporäntebanan oförändrad. Jag reserverar mig dock inte på denna punkt. Skälet är att reporäntebanan är en prognos, inte ett direkt penningpolitiskt beslut.

Bilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport kan jag i delar ställa mig bakom. Men utifrån mina penningpolitiska överväganden kan jag inte ställa mig bakom de penningpolitiska slutsatserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag bedömer att den av mig föredragna penningpolitiken skulle ge små skillnader i prognos jämfört med prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Möjligen skulle kronans växelkurs bli starkare.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid -0,25 procent. Jag ställer mig också bakom förslaget att från och med juli 2019 inte återinvestera kuponger och förfall av Riksbankens innehav av statsobligationer. Däremot ställer jag mig inte bakom förslaget att köpa statsobligationer under perioden juli 2019–december 2020.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Jag vill säga några ord om det faktum att arbetslösheten har bottnat och börjat öka. Detta är enligt de prognoser som Riksbanken har gjort i ett stort antal penningpolitiska rapporter. Men det förtjänas att uppmärksammas att detta inte bara gäller allmänt utan även för dem som är starka på arbetsmarknaden. Samtidigt ser vi stigande arbetskraft och stigande sysselsättning. Och en rad andra mått visar på en stark arbetsmarknad.

En möjlig förklaring är att söktiderna för de starka på arbetsmarknaden har ökat. Arbetsökande skulle enligt denna förklaring inte acceptera första bästa jobberbjudande. Istället skulle man vänta tills man hittar ett bättre jobberbjudande. Om så är fallet, om matchningarna blir bättre, är detta samhällsekonomisk önskvärt. Det skulle på sikt ge högre potentiell BNP. Det vore intressant att undersöka om längre söktider kan vara en delförklaring till den högre arbetslösheten.

§4. 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 8 maj 2019.

§5. Beslut om köp av statsobligationer

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att köpa statsobligationer från juli 2019 till december 2020. De anser att ytterligare köp inte på ett tydligt sätt kommer att bidra till penningpolitikens måluppfyllelse, men att det finns risker förknippade med ytterligare köp. De hänvisade även till sina tidigare reservationer i samband med Riksbankens beslut om obligationsköp, senast i december 2017.

§6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 4 med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 25 april 2019 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde tisdagen den 7 maj 2019 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

Justeras:

Stefan Ingves

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se