



# Penningpolitiskt protokoll

oktober 2017

# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 25 oktober 2017 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent. Räntan väntas börja höjas först i mitten av 2018, vilket är samma bedömning som gjordes vid mötet i september. Köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2017, enligt direktionens beslut i april. Eftersom nuvarande köpprogram löper året ut ger det möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka ett beslut i december om en eventuell förlängning av köpen. Direktionen beslutade också att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden.*

Direktionen var enig om den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Den konstaterade att utvecklingen sedan i september varit i linje med Riksbankens tidigare bedömning och att det inte har skett några avgörande förändringar i prognoserna.

Det globala inflationstrycket är dämpat och normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden väntas ta tid. I Sverige är konjunkturer stark. KPIF-inflationen har stigit och är liksom inflationsförväntningarna nära 2 procent. En del av uppgången i inflationen den senaste tiden förklaras dock av tillfälliga faktorer och inflationen väntas därför sjunka tillbaka något de närmaste månaderna.

Samtliga ledamöter konstaterade att det behövs en fortsatt expansiv penningpolitik för att inflationen ska ligga kvar nära 2 procent även framöver. Direktionen var enig om att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent och ingen ledamot reserverade sig mot prognosen för reporäntebanan. Köpen av statsobligationer pågår året ut enligt tidigare beslut. Det fanns lite olika uppfattningar bland ledamöterna huruvida köpen av statsobligationer därefter bör förlängas. Man var dock överens om att det finns tid att avvakta ytterligare information som kan ha betydelse för ett beslut om en eventuell förlängning vid decembermötet. Flera ledamöter framhöll växelkursens betydelse för konjunktur- och inflationsutsikterna och att det i detta sammanhang är viktigt att beakta att Riksbankens penningpolitik inte avviker allt för mycket från omvärldens.

Flera av ledamöterna resonerade kring utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden. Det är välkommet att bostadsinvesteringarna har ökat och prisstegringarna dämpas. Det finns dock risker kopplade till denna utveckling. Om byggandet baseras på fel bedömningar av vilken typ av bostäder som efterfrågas och alltför optimistiska prognoser om fortsatta prisstegringar kan detta leda till problem. I takt med prisuppgången på bostäder har hushållens skulder vuxit och sårbarheten i det finansiella systemet ökat. Ledamöterna betonade, som de gjort under lång tid, behovet av en kombination av åtgärder inom flera politikområden för att uppnå en långsiktigt hållbar utveckling.

En majoritet i direktionen beslutade att förlänga mandatet som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden mot bakgrund av att kronans utveckling har stor betydelse för inflationen. Två ledamöter reserverade sig, med lite olika motiveringar.





# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 5

DATUM: 2017-10-25  
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Susanne Eberstein, fullmäktiges ordförande  
Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Meredith Beechey Österholm  
Claes Berg  
Charlotta Edler  
Bo Enegren  
Lena Eriksson  
Mattias Erlandsson  
Kerstin Hallsten  
Jens Iversen  
Ola Melander  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Christoffer Nordenlöw (§ 1)  
Bengt Petersson  
Maria Sjödin  
Ulf Söderström  
Anders Vredin  
Fredrik Wallin (§ 1)

Det antecknades att Bo Enegren och Bengt Petersson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll.

## §1. Den ekonomiska utvecklingen

**Christoffer Nordenlöw** från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i september har statsobligationsräntorna stigit något, framför allt i USA och Storbritannien. I USA har den inkommande makrostatistiken generellt varit bättre än väntat samtidigt som processen med att godkänna den föreslagna skattereformen kommit en bit på väg. Detta har bidragit till att marknadens förväntningar på styrräntehöjningar i USA stigit. I Storbritannien har centralbanken varit tydlig med att en styrräntehöjning ligger nära i tiden, vilket överraskat marknadsaktörerna och lett till att förväntningarna på kommande räntehöjningar stigit. Räntorna i euroområdet har rört sig mindre än i USA och Storbritannien. Räntehöjningar från den europeiska centralbanken (ECB) förväntas fortfarande vara avlägsna men en nedtrappning av nettotillgångsköpen väntas efter årsskiftet.

Inför dagens penningpolitiska beslut förväntas att reporäntan lämnas oförändrad. Marknadens förväntningar på tidpunkten för en första räntehöjning från Riksbanken har förskjutits framåt i tiden från april till mitten/andra halvan av 2018. Marknadsaktörerna räknar fortsatt med att Riksbanken i sin penningpolitik kommer att ta stor hänsyn till ECB:s agerande. Dessutom bedöms sannolikheten för att Riksbanken förlänger sitt program för tillgångsköp ha ökat. Den svenska kronan har i konkurrensvägda termer försvagats sedan det penningpolitiska mötet i september. Delvis har detta att göra med en allmän förstärkning av den amerikanska dollarn mot de flesta valutor under denna period. Ett svagare inflationsutfall än väntat i september och viss oro kring den senaste utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden har troligen också bidragit. Börserna har stigit såväl i Sverige som i omvärlden med stöd av fortsatt starka konjunktursignaler och trots många kvarvarande politiska risker som den nordkoreanska konflikten och osäkerheten i Europa kring Brexit.

**Mattias Erlandsson**, tillförordnad biträdande avdelningschef på Avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 9, 10 och 17 oktober. På ett möte med direktionen den 19 oktober diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Erlandsson sammanfattade därefter den nya information som inkommit sedan den penningpolitiska rapporten i september. BNP-tillväxten i Sverige blev något lägre det andra kvartalet enligt reviderad statistik, jämfört med det preliminära utfallet. Nivån för 2015 och 2016 har dock samtidigt reviderats upp så BNP det andra kvartalet blev som väntat. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport för den andra halvan av innevarande år är uppreviderad på grund av starka indikatorer för den svenska ekonomin, bland annat på arbetsmarknaden. Arbetslösheten det tredje kvartalet var visserligen något högre än förväntat i den

penningpolitiska rapporten i september, men samtidigt steg sysselsättning och arbetskraften mer än väntat, så utvecklingen på arbetsmarknaden är fortsatt stark. Prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten för arbetslösheten är något nedreviderad för åren 2019-2020 bland annat till följd av åtgärder föreslagna i regeringens budgetproposition. Sedan den penningpolitiska rapporten i september har utfall för KPIF-inflationen publicerats för augusti och september. Båda utfallen blev 2,3 procent. Utfallet för september är något lägre än vad som förväntades i bedömningen i september och prognosen för de närmaste månaderna är nedreviderad. I prognosen väntas inflationen sjunka de närmaste månaderna då priserna på utrikes resor och energi ökar långsammare. Förväntningarna på KPI-inflationen var enligt Prospera i oktober nära 2 procent för såväl ett, två som fem års sikt. För första gången gjordes även en mätning av inflationsförväntningarna för KPIF. Även dessa låg nära 2 procent för alla tidshorisonter. Kronan har utvecklats något svagare än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i september, men väntas stärkas framöver och vara i linje med prognosen i september.

Erlandsson konstaterade att återhämtningen i den internationella konjunkturen fortsätter och prognosen för omvärlden är i stora drag oförändrad jämfört med den penningpolitiska rapporten i september, även om en viss upprevidering av BNP-prognosen har gjorts för euroområdet. Inflationen är dämpad och det finns förväntningar om fortsatt låga räntor. Marknadens förväntningar på styrräntorna i USA och Storbritannien har dock skiftat upp, medan marknadens aktörer väntar sig att ECB:s nettoköp av tillgångar kommer att fortsätta en stor del av 2018, om än i lägre omfattning. Den ekonomiska och politiska osäkerheten kvarstår i omvärlden och har inte ändrats nämnvärt sedan i september.

Erlandsson noterade vidare att konjunkturen är fortsatt stark även i Sverige och resursutnyttjandet är högre än normalt. Även prognosen för den svenska ekonomin står sig i stora drag jämfört med den penningpolitiska rapporten i september. BNP-tillväxten blir hög i år och nästa år för att sedan dämpas till följd av en långsammare tillväxt i den arbetsföra befolkningen, en något lägre tillväxt i omvärlden och sjunkande bostadsinvesteringar. Arbetslösheten väntas sjunka ytterligare något, men de strukturella problemen på arbetsmarknaden behöver åtgärdas för att uppnå en mer betydande nedgång i arbetslösheten. Inflationsprognosen för de närmaste åren är i huvudsak oförändrad. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport förutsätter att konjunkturen är fortsatt stark och att kronan inte stärks för snabbt.

Erlandsson underströk att prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport bygger på antagandet att penningpolitiken är fortsatt expansiv och att prognoserna stöds av en majoritet i direktionen på det penningpolitiska mötet. Prognosen för reporäntan är att den behålls oförändrad på -0,50 procent och att en första räntehöjning väntas ske först i mitten av 2018, varefter reporäntan höjs i långsam takt. Köpen av statsobligationer fortsätter enligt beslutet i

april och mandatet som möjliggör att snabbt intervensera på valutamarknaden förutses förlängas till juli 2018.

Erlandsson identifierade därefter fyra viktiga frågor som diskuterats särskilt mycket under den penningpolitiska beredningsprocessen i oktober. Den första var om aktiviteten i svensk ekonomi nu är så hög att det kan uppstå överhettningsproblem på sikt. I en fördjupning i utkastet till den penningpolitiska rapporten är slutsatsen att konjunkturen visserligen är starkare än normalt, men att det inte finns stora obalanser generellt i ekonomin och att det ännu finns få tecken på att löner och priser är på väg att stiga snabbt. Det finns dock ett fortsatt behov av att följa utvecklingen och vara uppmärksam på möjliga tecken på överhettning, såväl generellt i ekonomin som i enskilda sektorer. Utvecklingen på bostadsmarknaden är särskilt relevant, bland annat eftersom bostadsbyggandet har ökat mycket snabbt de senaste åren. Den andra frågan är tolkningen av de senaste månadernas inflationsutfall och i vilken utsträckning de beror på tillfälliga eller mer underliggande faktorer, samt vad tolkningen har för implikationer för utvecklingen på kort sikt. Ett tredje tema har varit hur penningpolitiken i omvärlden påverkar svensk ekonomi, med särskilt fokus på möjliga effekter på kronans växelkurs. Det fjärde temat är arbetsmarknadsutvecklingen. En rad aspekter har lyfts fram under beredningsprocessen, bland annat varför arbetskraftsutbudet ökar så snabbt, hur matchningen är mellan arbetslösa och lediga jobb, samt statistikproblem.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget att idag lämna reporäntan oförändrad, men inte förslaget att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. I övrigt ställer han sig bakom utkastet till penningpolitisk rapport och den prognos som ligger däri, inklusive prognosen för vilken reporänta som blir lämplig framöver.

Flodén nämnde att den ekonomiska utvecklingen i omvärlden varit i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september. Det gäller såväl utvecklingen för konjunkturen som inflationen. Hushållen och företagen är optimistiska och konjunkturen fortsätter att stärkas i euroområdet samtidigt som det internationella inflationstrycket är dämpat. En utveckling som förtjänar att nämnas är att marknadens prissättning av framtida styrräntor i omvärlden har skiftat lite uppåt. Den omvända utvecklingen – att prissättningen hade skiftat nedåt – var ju en faktor som talade för ett fortsatt behov av mycket expansiv penningpolitik i Sverige vid det penningpolitiska mötet i september.

Även i Sverige har den ekonomiska utvecklingen varit i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september. Men på marginalen har såväl konjunktur- som

inflationsdata utvecklats lite svagare än väntat. Av störst betydelse är att inflationen i september blev lägre än prognosen i september, efter att ha varit överraskande hög de fem föregående månaderna. Dessa utfall omkullkastar dock inte bilden av en fortsatt stark konjunktur och en underliggande inflation som ligger nära inflationsmålet och betydligt högre än för några år sedan.

Det har den senaste tiden talats mycket om utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden, fortsatte Flodén. Fokus för diskussionen har skiftat från snabba skuld- och prisuppgångar och lågt byggande till att handla om priser som inte stiger lika snabbt, och kanske till och med faller, och risker kopplade till det höga bostadsbyggandet. Att prisstegringarna på bostäder har dämpats från tvåsiffriga procenttal i årstakt är förstås välkommet snarare än problematiskt. Även uppgången i bostadsinvesteringarna har varit nödvändig efter två decennier med anmärkningsvärt lågt byggande trots snabb befolkningstillväxt, god ekonomisk utveckling och snabbt stigande bostadspriser.

Flodén underströk att det samtidigt finns risker kopplade till den här utvecklingen. Att priserna slutar stiga och att det tar längre tid att sälja bostäder är inte konstigt om ett stort antal nybyggda lägenheter kommer ut på marknaden på kort tid. Men de senaste årens snabbt stigande bostadspriser och stora förändring i byggsektorns aktivitetsnivå indikerar att bostadsmarknaden inte fungerar väl. Frågan är hur väl rustade aktörerna på bostadsmarknaden är för att hantera en utveckling med ett större utbud av bostäder och priser som inte längre stiger snabbt, frågade sig Flodén.

I prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport väntas bostadspriserna fortsätta uppåt, om än i en långsammare takt, och bostadsbyggandet dämpas en aning. Han menade att detta är en rimlig prognos, men där en större dämpning av byggandet är en tydlig nedåtrisk. En större dämpning av byggandet skulle försvaga konjunkturen och förmodligen leda till lägre inflationstryck och därmed också till att det behövs en expansiv penningpolitik under ännu längre tid. Samtidigt skulle en sådan dämpning av byggandet indikera att de strukturella problemen på bostadsmarknaden är ännu större än vi känner till. Det skulle tyda på att den nuvarande nivån på byggandet förutsätter snabba prisuppgångar i kombination med blygsamma amorteringskrav på högt skuldsatta hushåll i en extrem lågräntemiljö. Det kan, trots behovet av fler bostäder, inte ligga i samhällets intresse att en sådan ordning upprätthålls.

Flodén återkom därefter till sina penningpolitiska överväganden. Bedömningen av konjunktur- och inflationsutsikterna, menade han, är alltså i grova drag oförändrade jämfört med det penningpolitiska mötet i september. Han förespråkar därför en penningpolitik enligt samma plan som kommunicerades då. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på  $-0,50$  procent och att direktionen räknar med att det kommer vara lämpligt att hålla kvar räntan på den nivån till mitten av nästa år innan långsamma höjningar inleds.

Flodén sa att han vid det penningpolitiska mötet i september påtalat att osäkerheten kring bedömningen av reporäntebanan var ovanligt stor. En anledning var enligt honom att den



förhållandevis höga inflationen kanske skulle vara mer persistent än bedömningen i den dåvarande penningpolitiska rapporten, något som skulle tala för att reporäntan kunde behöva höjas tidigare än prognosen i september. En annan anledning var att marknaden förväntade sig en mer expansiv penningpolitik i omvärlden, något som skulle försvåra tidiga räntehöjningar i Sverige. Den senaste tiden har dock inflationen blivit aningen lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i september, vilket stärker bedömningen att det behövs en fortsatt låg ränta för att inflationen ska ligga kvar runt målnivån, samtidigt som marknadsprissättningen på omvärldens styrräntor har skiftat lite uppåt, vilket alltså kommer att underlätta räntehöjningar i Sverige. Flodén tycker därför att osäkerheten om den lämpliga reporäntan framöver har dämpats en aning. Trots detta är osäkerheten kring reporänteprognosen förstås, som alltid, stor.

Flodén gick sedan in på diskussionen kring programmet för köp av svenska statsobligationer. Programmet löper ut vid årets slut, och i utkastet till penningpolitisk rapport skrivs att ett eventuellt beslut om förlängning av programmet kommer att fattas på det penningpolitiska mötet i december. Han ser inga skäl att idag fatta beslut kring detta men han vill ändå påpeka att han inte räknar med att förespråka en förlängning av programmet vid mötet i december.

När det senast fattades beslut om obligationsköpen, vid det penningpolitiska mötet i april, ville Flodén att obligationsköpen skulle avslutas. Skälen för fortsatta obligationsköp har inte stärkts sedan dess, menade han. Resursutnyttjandet är fortsatt högt. Räntorna är låga, tillgången på krediter är god och de finansiella förhållandena är goda även i övrigt. Kronan stärks inte på ett sätt som förhindrar en fortsatt inflationsuppgång. Inflationen och inflationsförväntningarna har stigit, vilket indikerar ett starkare förtroende för inflationsmålet. Regeringen har aviserat en expansiv finanspolitik inför nästa år. Dessutom bedömer Flodén att fortsatta tillgångsköp inte längre på något påtagligt sätt gör den svenska penningpolitiken mer expansiv. Den största effekten av tillgångsköpen har förmodligen uppstått genom att vissa korta marknadsräntor har pressats ned mot det golv vid  $-0,90$  procent som sätts av Riksgäldens repofacilitet. Den effekten kommer sannolikt att bestå en tid framöver även om obligationsköpen upphör efter årsskiftet.

I sammanhanget nämns ibland att köpen måste anpassas till ECB:s köp. Flodéns bedömning är att en sådan anpassning av köpprogrammet inte är särskilt viktig i nuläget. Detta beror delvis på att den svenska ekonomin befinner sig i ett läge med starkare resursutnyttjande och högre inflation än i euroområdet, men främst på grund av att Flodén bedömer att fortsatta tillgångsköp inte längre är ett viktigt inslag i den svenska penningpolitiken. Han noterar också att tillgångsköpen utan problem har trappats ned från en takt på ungefär 60 miljarder kronor per halvår under 2015 och 2016 till 15 miljarder kronor under hösten i år. Detta under en period när ECB har hållit sin köptakt ungefär oförändrad. Uppräknat till årstakt i förhållande till BNP motsvarar Riksbankens köp nu 0,6 procent att jämföra med 6 procent i euroområdet. Flodén påpekade att de här resonemangen gäller just tillgångsköpen. Hans bedömning är att utvecklingen av den svenska

reporäntan i förhållande till ECB:s styrränta fortfarande har stor betydelse för hur expansiv den svenska penningpolitiken blir.

Flodén avslutade sitt inlägg med att åter nämna att han inte stödjer förslaget att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Hans skäl är desamma som vid de tidigare besluten om detta mandat, i januari, februari och juli 2016 samt i februari 2017. Han påpekade att bland de faktorer som väger in i hans motstånd till beslutet för det första alltså är att han ser det som tveksamt att använda verktyg som enbart verkar via växelkursen. Det gäller särskilt då både resursutnyttjandet och inflationen är högre än i Sveriges grannländer, då kronan enligt honom inte är övervärderad och då penningpolitiken i omvärlden också begränsas av styrräntans nedre gräns. En valutainterventions eventuella positiva effekter på den svenska inflationen uppvägs då förmodligen helt av negativa effekter på omvärldens inflation. För det andra tvivlar Flodén på valutainterventioners effektivitet. Det kan krävas omfattande interventioner under en lång tid för att få en tydlig effekt på växelkursen. Men detta skulle medföra betydande risker för Riksbankens balansräkning och eget kapital, särskilt med tanke på att kronan enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport kommer att förstärkas något under de närmaste åren. Flodén utesluter inte att det kan uppstå ett läge där valutainterventioner är motiverade, men han bedömer att den svenska ekonomin är långt ifrån ett sådant läge idag.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom antagandena och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport, samt förslaget till penningpolitiskt beslut. Den bäst avvägda penningpolitiken idag är enligt Skingsley således att inte ändra den, det vill säga att hålla såväl reporäntan som prognosen om framtida reporänta, samt planen för obligationsköp, oförändrade.

Därutöver ville hon kommentera tre faktorer som är viktiga för penningpolitiken, nämligen riskerna i den globala ekonomin, Sveriges beroende av omvärldens penningpolitik och slutligen riskerna för obalanser i den svenska ekonomin.

Skingsley noterade att den globala konjunkturåterhämtningen fortsätter i linje med Riksbankens tidigare bedömningar och att den är avgörande faktor för den starka utvecklingen i Sverige. Hon framhöll vidare att samtidigt som den internationella konjunkturen är gynnsam finns det en rad strukturella problem i omvärlden. Bland annat ligger skuldsättningen i såväl offentlig som privat sektor på höga nivåer i många länder och långtidsarbetslösheten har stigit efter den globala finanskrisen och skuldskrisen i euroområdet. Till detta kan läggas en hög politisk osäkerhet som verkar hämmande på investeringsviljan och den långsiktiga produktionskapaciteten. Skingsley konstaterade att väljarstödet för ökad ekonomisk nationalism växer i många länder. Stödet för partier och grupperingar som gör sig till talespersoner för de många som uppfattar att gränsöverskridande ekonomier är till nackdel för dem har ökat.

En politik som innebär ökade nationella barriärer för flödet av varor, tjänster, människor och kapital riskerar enligt Skingsley att försämra tillväxten på kort sikt, till exempel genom störningar på de finansiella marknaderna eller via minskad framtidstro bland företag och hushåll. Även på längre sikt är denna inåtvända politik ett hot i form av svagare produktivitet och sämre tillväxtförutsättningar. Med beaktande av dessa riskfaktorer och ett globalt inflationstryck som är lågt trots god tillväxt, utgör penningpolitiken i omvärlden allmänt ett starkt stöd till konjunkturen. De centralbanker som påbörjat åtstramningar gör det gradvis och anpassar i hög grad politiken till inkommande data.

Skingsley hävdade vidare att det är viktigt för Riksbanken, som nu har att förvalta en uppnådd inflation nära målet på två procent, att värna måluppfyllelsen och att inflationsförväntningarna varaktigt förankras kring målet. Det har tagit längre tid att uppnå detta och krävt större stimulanser än vad som prognosticerats. Skingsley noterade att man måste räkna med prognosmissar även i framtiden och att hon i hög grad kommer att vägledas av inkommande data för att bedöma vilken som är den mest välavvägda penningpolitiken framöver.

Hon framhöll vidare att omvärldens penningpolitik i detta sammanhang är en viktig faktor, särskilt den i euroområdet. Direktionen har vid dagens möte, i likhet med tidigare penningpolitiska möten, gjort ett antagande om ECB:s penningpolitik framöver. En expansiv penningpolitik i euroområdet bidrar till högre tillväxt där vilket är gynnsamt också för svensk tillväxt. Den penningpolitiska utmaningen för Riksbankens direktion består dock i att skillnaden mellan ECB:s och Riksbankens penningpolitik, i termer av växande ränteskillnader, inte får bli så stor att kronans växelkurs blir ett problem för Sveriges konjunktur- och inflationsutsikter. Skingsley påminde om att hon tidigare uttalat att med en inflation nära målet, och med förankrade inflationsförväntningar, ökar Riksbankens frihetsgrader. Det innebär att ett beslut från ECB om en mer expansiv penningpolitik inte med automatik måste följas av en mer expansiv penningpolitik från Riksbankens sida. Denna ståndpunkt har hon fortfarande. Skulle emellertid utsikterna för inflationen och konjunkturen i Sverige bli ett tydligt hot mot Riksbankens möjligheter att uppnå inflationsmålet, oavsett vad ECB gör, utesluter hon inte helt möjligheten att stödja ytterligare penningpolitisk stimulans. Därför ställde hon sig också bakom beslutet på mötet att förlänga mandatet för valutainterventioner. Det möjliggör enligt Skingsley en snabb insats om växelkursutvecklingen skulle visa sig alltför ogynnsam.

Skingsley ville också lyfta fram att när det gäller avvikelser från Riksbankens inflationsprognoser så ser hon alltså inflationsutfall som är lägre än prognosen som ett potentiellt större problem än det omvända, med tanke på den långa perioden med en för låg inflation och inflationsförväntningar som kom på drift.

En viktig prognosfråga som Skingsley berörde vid det penningpolitiska mötet i september, och som behandlas i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport, är om svensk ekonomi är på väg mot överhettning. Hon har svårt att se tecken på att priser eller löner utvecklas på ett

sådant sätt att det finns anledning till oro för överhettning av den svenska ekonomin. Med tanke på den långa perioden med en inflation under målet behöver dessutom resursutnyttjandet hållas högt för att pris- och löneutvecklingen ska vara förenliga med inflationsmålet. Däremot är det enligt Skingsley fullt möjligt att det finns delar av ekonomin där priser och löner ökar i snabb takt. Så här långt betraktar hon detta som relativprisförändringar, där prisbildningen underlättar den allmänna resursallokeringen genom att signalera inom vilka sektorer efterfrågan är hög och dit mer resurser behöver styras, till exempel i form av arbetskraft och investeringar.

Bostadssektorn utgör emellertid fortfarande en strukturell risk för svensk ekonomi enligt Skingsley. Snabba prisuppgångar på bostäder har varit ett problem under många år, oberoende av nivån på räntorna i Sverige. Med tanke på att bostadsbyggandet tidigare inte stigit i takt med efterfrågan, och att befolkningen växer, är uppgången i nybyggandet av bostäder välkommet, men den höga ökningstakten medför förhöjda konjunkturrisiker som behöver följas noga. Riksbankens prognos är att prisuppgången på bostäder kommer att mattas av framöver, bland annat som en följd av det ökade utbudet. Mot bakgrund av den senaste tidens uppgifter om ökad nervositet på bostadsmarknaden ville Skingsley tydliggöra hur hon ser på ansvarsfördelningen i dessa frågor.

Hon framhöll att Riksbanken inte har något mål för bostadspriserna, men tillsammans med Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Finansdepartementet delas ansvaret för den finansiella stabiliteten. När det gäller att hantera de sårbarheter i form av växande skulder som följer av prisuppgången på bostäder ville Skingsley beskriva det som fyra försvarslinjer:

Den första försvarslinjen ser hon som låntagarnas och kreditgivarnas egna beslut. Varje part är ansvarig för hur stora risker man väljer att ta. Den andra försvarslinjen är Finansinspektionens mikrotillsyn, här mycket kort sammanfattat som kapital- och likviditetskrav samt kreditprövningsprocessen. Den tredje försvarslinjen är Finansinspektionens makrotillsyn som ska värna systemstabiliteten och öka motståndskraften till exempel hos utlånare genom särskilda kapitalpåslag och hos låntagare till exempel i form av skärpta amorteringskrav. Den fjärde försvarslinjen är de övriga regler som påverkar utbud och efterfrågan på bostäder, till exempel skatter och regler för byggande.

Skingsley ser också att penningpolitiken under vissa omständigheter kan användas för att motverka effekter av stora hushållsskulder, men att i nuläget kraftigt höja räntan för att bromsa skulduppgången skulle medföra lägre BNP-tillväxt och högre arbetslöshet och därmed sämre måluppfyllelse för penningpolitiken. Hon menar att det finns bättre verktyg än penningpolitiken och därför vill hon gärna understryka det som står i förslaget till penningpolitisk rapport om att det behövs ett helhetsgrepp inom bostads- och skattepolitiken för att skapa bättre balans mellan utbud och efterfrågan på bostäder. Med fortsatt låga räntor under lång tid är det viktigt att Finansinspektionens förslag om skärpt amorteringskrav för de som tar stora lån i förhållande till

sina inkomster fullföljs. Ytterligare åtgärder med syfte att öka hushållens motståndskraft behöver också genomföras.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att inflationsbilden fortsätter att vara ljus. Sedan det penningpolitiska mötet i september har två nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Inflationsutfallen, som avsåg augusti och september, rapporterade en KPIF-inflation stabilt kring 2,3 procent. De nya utfallen för inflationsförväntningarna, som gällde Prosperas kvartalsundersökning i september och månadsundersökning i oktober, visar nu att alla respondenter har förväntningar på inflationen om två och fem år som är strax över inflationsmålet. Förväntningarna på ett års sikt har samtidigt fortsatt att stiga och ligger för samtliga grupper på eller över 1,9 procent. Att inflationsförväntningarna på lite längre sikt något överstiger inflationsmålet ser Jansson som välkommet då det minskar risken för att förväntningarna på nytt ska halka under målet om nya negativa inflationsöverskräckningar skulle uppstå.

Han noterade att det jämfört med den penningpolitiska rapporten i september nu, utöver utfallsjusteringar för utvecklingen på kort sikt, föreslås endast små förändringar av inflationsprognosen. I linje med föregående bedömning väntas KPIF-inflationen sjunka något den närmaste tiden för att därefter stabiliseras nära 2 procent under resten av prognosperioden. Jansson ställde sig bakom denna bedömning av inflationsutvecklingen samt övriga prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ställde sig också bakom det antagande för penningpolitiken som dessa prognoser grundar sig på och sade att det i sammanhanget är viktigt att understryka den nära koppling som här finns mellan penningpolitiken och inflationen. Den utveckling av inflationen som prognostiseras förutsätter en fortsatt påtagligt expansiv penningpolitik, som bland annat gör att kronans växelkurs stärks långsamt och under ordnade former de närmaste åren.

Att bedömningen i huvudscenariot är mer eller mindre oförändrad utesluter naturligtvis inte att inflationen kan bli både högre och lägre än väntat, vilket också diskuteras i rapportutkastet. Utanför Riksbanken diskuteras risker för överhettning en hel del just nu och man kan anta att fokus där främst riktas mot att inflationen så småningom kan överraska på uppsidan, i ett läge där den också ligger över inflationsmålet. Jansson ville här ta upp några aspekter kring en sådan möjlig inflationsutveckling och på så sätt bidra till att kasta ljus över vilka penningpolitiska beslut han i så fall skulle driva på och ställa sig bakom.

Under den långa perioden med en inflation klart lägre än inflationsmålet har inflationsutfall som överträffat prognoserna varit ett välkommet inslag. Bakgrunden till det är förstås att inflationen då har närmast sig målet snabbare än väntat. Vid några tillfällen under innevarande år har emellertid underskattningar av inflationen istället inneburit att inflationen har skjutit över målet och att måluppfyllelsen har blivit lite sämre än beräknat. Frågan som då uppstår är om penningpolitiken inte borde justeras i en mindre expansiv riktning, i syfte att försöka motverka

den oväntat höga inflationen. Att så inte har skett hittills beror i hög grad på att avvikelserna har bedömts vara tillfälliga. Riksbankens prognoser några år framåt i tiden kännetecknas visserligen sedan en tid tillbaka av att de planar ut lite över 2 procent. Men målavvikelsen har hittills inte varit särskilt stor. Det är ändå viktigt att förhålla sig till den nya situationen med en inflation som kan överstiga målet och försöka klargöra hur stora målavvikelser som kan godtas utan att en anpassning av penningpolitiken blir nödvändig, resonerade han.

En aspekt, fortsatte Jansson, handlar om själva perspektivet på målavvikelser. Före finanskrisen fanns i Sverige en debatt om inflationsmålet där vissa argumenterade för att en genomsnittlig inflationstakt kring 1,5 procent var ett stort misslyckande och en alldeles för dålig måluppfyllelse. Riksbanken värjde sig ofta mot den här typen av kritik och påpekade bland annat att en avvikelse av denna storleksordning var ganska liten med tanke på hur inflationen hade varierat under åren före inflationsmålet. Riksbanken underströk också att det var svårt att styra inflationen mot exakt 2 procent även om detta hela tiden var intentionen. I detta perspektiv bör en inflationstakt som under en tid råkar hamna ett antal tiondelar av en procentenhet över målet inte heller bedömas som ett stort misslyckande som omedelbart kräver åtgärder. Det nyligen införda variationsbandet understryker förhoppningsvis detta synsätt.

En annan aspekt, sade han, hänger samman med den låga inflationen och det fallande förtroendet för inflationsmålet under senare år. Om det är så att förväntningsbildningen under den här perioden har påverkats så att det hos vissa fortfarande finns en misstanke om att det är mer sannolikt att inflationen kommer att understiga än överstiga målet så kan en inflationstakt som under en period tillåts ligga lite högre än 2 procent föra med sig den önskvärda effekten att förväntningsbildningen på nytt blir mer symmetrisk. Det handlar då inte om att Riksbanken har bytt till ett prisnivåmål utan snarare om att det finns en medvetenhet om att aktörerna i ekonomin i hög grad bygger sina förväntningar på historiska erfarenheter.

Detta sagt är det naturligtvis viktigt att understryka att inflationen inte får bli hur hög som helst, tillade Jansson. Det önskvärda är som sagt att få förväntningsbildningen att bli mer symmetrisk, inte att inflationsförväntningarna systematiskt ska ligga tydligt över målet. Om så skulle ske är det naturligtvis angeläget att penningpolitiken reagerar.

Jansson framhöll dock att han för närvarande bedömer risken för att inflationen mer rejält ska hamna över 2 procent som mycket begränsad. Tjänstepriserna i Sverige ökar redan betydligt snabbare än sitt historiska genomsnitt under senare år. För att med dagens ökningstakter för varu- och livsmedelspriser åstadkomma en inflation på 3-3,5 procent så skulle tjänsteprisinflationen ungefär behöva fördubblas från rådande nivå.<sup>1</sup> Han påpekade att en sådan

---

<sup>1</sup> Kalkylen förutsätter att energipriserna utvecklas i linje med prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

utveckling framstår som mycket osannolik, särskilt eftersom löneökningarna i Sverige är måttliga och inflationen i omvärlden också är låg.

Att risken är mycket liten för att penningpolitiken snabbt och dramatiskt ska behöva göras mindre expansiv betyder förstås inte att den nuvarande politiken aldrig kommer att behöva normaliseras. Under vilka omständigheter det kan bli aktuellt att på allvar börja diskutera en avveckling av den mycket expansiva penningpolitiken hade Jansson redan berört på de penningpolitiska mötena i juli och september. Det är enligt honom fråga om tre, inte av varandra oberoende, villkor som behöver vara uppfyllda.

Det första och viktigaste villkoret är att den mer underliggande inflationen under ett flertal månader har legat nära 2 procent. Det andra villkoret är att kronans växelkurs inte får stärkas för fort och för mycket. Och det tredje villkoret är att andra centralbanker, framförallt ECB men även den amerikanska centralbanken Federal Reserve, i större omfattning har börjat avveckla sin expansiva politik eller åtminstone blivit mer konkreta kring hur de avser göra det.

När det gäller utvecklingen av inflationen och växelkursen ansåg Jansson att det sedan det penningpolitiska mötet i september inte funnits mycket att klaga över. Något oroande är kanske att den mer underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energipriser hamnade drygt 0,3 procentenheter lägre än förväntat i den penningpolitiska rapporten i september. Men utfallet uppgick ändå till 1,9 procent, vilket fortfarande är nära 2 procent. Kronans växelkurs har samtidigt utvecklats lite svagare än beräknat. Mot euron uppgår försvagningen till drygt 1,5 procent och mot den amerikanska dollarn till cirka 3 procent.<sup>2</sup> Det är givetvis en välkommen utveckling, sade han.

Den avgörande frågan, menade Jansson, är emellertid hur väl den här utvecklingen håller i sig framöver. En stor utmaning är att inflationen under slutet av 2017 och början av 2018 förutses sjunka tillbaka. Det hänger samman med att olika tillfälliga effekter, energipriser och växelkurs i mindre utsträckning hjälper till att hålla KPIF-inflationen uppe. När så många faktorer drar inflationen åt samma håll finns förstås en risk för att den sammantagna effekten underskattas, vilket skulle kunna leda till att inflationstakten minskar mer än väntat.

Att på ett framgångsrikt sätt positionera Riksbankens penningpolitiska normalisering relativt omvärldens utgör kanske en ännu större utmaning. På den här punkten finns uppenbarligen olika åsikter, både inom och utanför Riksbanken. Janssons egen syn, som han redan utvecklat vid ett antal tillfällen, är att en liten öppen ekonomi med omfattande handel med andra länder, framförallt i övriga Europa, tar på sig mycket stora risker om den satsar på att inleda en normalisering av penningpolitiken i ett tidigt skede. Inflationsprognosen förutsätter ju, vilket han tidigare varit inne på, att penningpolitiken bedrivs på ett sådant sätt att kronans växelkurs de

---

<sup>2</sup> Räknat från den 6 september, stängning kl 17:30.

kommande åren stärks långsamt och under ordnade former. Precis som i juli och september är han mycket tveksam till om detta går att klara om Riksbanken helt upphör med sina tillgångsköp vid årsskiftet samtidigt som ECB fortsätter med ytterligare köp under 2018.

Planen är nu att ta ställning till en eventuell förlängning av tillgångsköpen i december. Det finns enligt Jansson vissa risker med att inte göra detta ställningstagande redan idag. Om ECB:s beslut visar sig bli mjukare än väntat kan kronans växelkurs i värsta fall påverkas ganska mycket och den svenska penningpolitiken hamnar då på efterkälken. Men strategin att vänta till december har fördelen att Riksbanken då vet mer, både om hur andra centralbanker agerar och om hur den svenska inflationen fortsätter att utvecklas. Jansson framhöll att han för egen del nog hade föredragit att göra ställningstagandet redan nu men att han hade förståelse för dem som tycker att fördelarna med att vänta överväger. Om det penningpolitiska beslutet i december skulle bli att det är lämpligt att göra penningpolitiken mer expansiv genom att fortsätta att köpa tillgångar under 2018 blir det såsom Jansson ser det också naturligt att något senarelägga tidpunkten för en första höjning av reporäntan. Det skulle naturligtvis ge en ytterligare expansiv effekt, som man får ta hänsyn till när de fortsatta köpen utformas.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bedömningarna i utkastet till penningpolitisk rapport och att hon stödjer förslaget att låta reporäntan ligga kvar på minus 0,5 procent och en oförändrad reporäntebana. Hon ställde sig också bakom förslaget att förlänga mandatet för valutainterventioner.

af Jochnicks bedömning är att varken utvecklingen i omvärlden eller i Sverige har förändrats nämnvärt sedan det penningpolitiska mötet i september. Konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter. Världshandeln växer och arbetsmarknaden förbättras i många länder. Den globala inflationen är fortsatt dämpad men bedöms stiga framöver till följd av ett ökat resursutnyttjande. Precis som tidigare konstaterats har löneutvecklingen i många länder varit dämpad men det finns förutsättningar för stigande löneökningar, i bland annat Tyskland.

Även om det mesta ser ut att utvecklas väl och i linje med Riksbankens prognoser så kvarstår enligt af Jochnick orosmoln som skulle kunna påverka den makroekonomiska utvecklingen negativt. Det finns fortfarande politisk och finansiell osäkerhet på flera håll i omvärlden. I USA handlar det om möjligheten att i ett politiskt osäkert läge genomföra reformer på en rad områden. Det handlar också om tendenser till ökad protektionism och geopolitiska risker som skulle kunna utvecklas till globala problem. Till det kommer risker förknippade med stabiliteten i det europeiska banksystemet och vilka effekter förhandlingarna om Brexit kommer att få. Hon framhöll att alla dessa risker är svåra att kvantifiera men skulle potentiellt kunna påverka den globala tillväxten och i förlängningen möjligheterna att få upp inflationen.

af Jochnick framhöll vidare att konjunkturen i Sverige är stark, att resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt och att inflationen är nära målet. Även om BNP-tillväxten för andra kvartalet har reviderats ned något visar såväl inhemsk efterfrågan som exporten styrka. Svensk



ekonomi får nu draghjälp från en allt starkare tillväxt i vår omvärld, inte minst från euroområdet, vilket kommer att vara gynnsamt för svenska exportföretag. BNP-tillväxten i Sverige bedöms växla ned från knappt 3 procent i år och nästa år till cirka 2 procent 2020. Nedväxlingen mot slutet av prognosperioden beror bland annat på att tillväxten på Sveriges exportmarknader dämpas och att bostadsinvesteringarna sjunker något. af Jochnick ser dock en risk för att dagens höga bostadsbyggande minskar snabbt och därigenom i ett riskscenario skulle kunna bidra till, eller förstärka, en framtida lågkonjunktur. Riskerna på bostadsmarknaden är något hon återkom till senare i sitt anförande.

Vad gäller inflationen i Sverige konstaterade af Jochnick att utfallet för KPIF var 2,3 procent i september. Varupriserna utvecklas relativt svagt och stiger mindre än den genomsnittliga förändringstakten sedan år 2000, samtidigt som tjänstepriserna under de senaste månaderna ökat väsentligt snabbare än det historiska genomsnittet. Eftersom tjänstepriserna påverkas mer än varupriserna av inhemsk efterfrågan tyder detta på att den starka konjunkturen nu ger tydligare genomslag på inflationen. Under slutet av 2017 och början av 2018 bedöms inflationen falla tillbaka något. Det beror på minskad ökningstakt i priset för charterresor, lägre bidrag från energipriser och den kronförstärkning som har skett.

af Jochnick menar dock att de finns goda förutsättningar för att inflationen kommer att hålla sig nära 2 procent under prognosperioden. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att resursutnyttjandet har stigit och väntas vara högre än normalt framöver. Det bidrar till gradvis stigande löneökningstakt, även om uppgången väntas bli måttlig enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Den starkare konjunkturen innebär också att det blir lättare för företagen att höja sina priser. Till det kommer att det allt starkare konjunkturläget i omvärlden bidrar till att de internationella priserna stiger i snabbare takt. Kronan väntas dock stärkas ytterligare under prognosperioden, vilket ger en motverkande effekt genom att dämpa importpriserna. Sammantaget är inflationsprognosen i det närmaste oförändrad jämfört med bedömningen i september. KPIF-inflationen väntas falla tillbaka något den närmaste tiden för att därefter stabiliseras nära 2 procent under resten av prognosperioden.

När det gäller utformningen av penningpolitiken framhöll af Jochnick att det är viktigt att ett bredare kostnadstryck i svensk ekonomi blir tydligare innan en normalisering påbörjas. Kronans utveckling spelar också en central roll i bedömningen av inflationsutvecklingen. Det betyder att penningpolitiken i Sverige inte tydligt kan avvika från den penningpolitik som förs i omvärlden. Riksbanken vill inte riskera att en alltför snabb, eller stor, förstärkning av kronan ger negativa effekter på inflation och tillväxt i Sverige. Det är därför viktigt att analysera och beakta beslut från andra centralbanker i höst. Särskilt viktigt är vilka beslut som ECB kommer att fatta.

af Jochnicks bedömning är sammantaget att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv för att säkra inflationsmålets roll som ankare i den svenska ekonomin. Hon delar bedömningen i

utkastet till penningpolitisk rapport att det fortsatt bör hållas öppet för eventuellt fortsatta obligationsköp under 2018.

af Jochnick framhöll vidare att Riksbanken under flera år påtalat att bostadsmarknadens funktionssätt behöver förbättras för att komma tillrätta med hushållens höga skuldsättning. Bland annat har Riksbanken pekat på att byggandet av bostäder varit för lågt och att skatteuttaget för boende behöver ses över för att skapa bättre incitament på marknaden. När det gäller byggandet ligger nu bostadsinvesteringarna enligt utkastet till penningpolitisk rapport på en hög nivå både i år och nästa år. Det är dock enligt af Jochnick svårt att bedöma om faktisk och planerad nyproduktion motsvaras av efterfrågan. Det finns en risk att både efterfrågan och utbud baseras på alltför optimistiska förväntningar om inkomster och priser. I så fall kan det byggas för många, eller för dyra, bostäder i relation till hushållens långsiktiga inkomstutveckling. Om utbudet av nya bostäder inte skulle matcha efterfrågan från de grupper och regioner som är i stort behov av bostäder kan det få flera konsekvenser. Ett ökat gap mellan utbud och efterfrågan kan leda till prisfall på bostäder. En inbromsning av bostadsbyggandet kan dessutom bidra till att förstärka en framtida lågkonjunktur. Det finns därför stor anledning att noga följa utvecklingen på bostadsmarknaden.

af Jochnick menade också att det höga bostadsbyggandet reser frågor om risker för det finansiella systemet. Risker med överproduktion av bostäder och bostadsprisfall hänger nära samman med kredittillväxt, skuldsättning och finansiell stabilitet. Mot bakgrund av att svenska banker svarar för cirka 70 procent av bostadsfinansieringen och att en inte oväsentlig del av finansieringen sker genom säkerställda obligationer i utländsk valuta skulle problem på bostadsmarknaden också kunna fortplanta sig till det finansiella systemet. En långsiktigt hållbar utveckling i svensk ekonomi förutsätter enligt af Jochnick därför en kombination av åtgärder inom flera politikområden.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att konstatera att det inte har skett några avgörande förändringar när det gäller konjunktur- och inflationsutsikterna sedan mötet i september. Följaktligen delar Ingves synen på den internationella och den svenska ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport och han stöder förslaget till penningpolitiskt beslut. Det samma gäller förslaget att förlänga det så kallade valutainterventionsmandatet.

I omvärlden breddas återhämtningen till allt fler länder och regioner och världshandeln ökar. I USA är ekonomin inne i en expansionsfas som tycks bli ovanligt lång i ett historiskt perspektiv, vilket Ingves återkom till senare i sitt inlägg. I euroområdet blir återhämtningen allt mer tydlig, omfattar fler länder och framtidstron bland hushåll och företag är hög. Men det finns fortfarande politiska och finansiella risker i flera länder. Återhämtningen sprids också till allt fler tillväxtländer, även om tillväxttakten varierar betydligt mellan bland annat de viktiga så kallade BRICS-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika). Sammantaget bedöms i utkastet till penningpolitisk rapport BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-

viktad) bli drygt 2,5 procent i år för att kommande år gradvis dämpas. Inflationstrycket i omvärlden är fortsatt ganska dämpat men bedöms stiga något framöver. Den KIX-vägda inflationen bedöms vara strax under 2 procent i år och stiga till drygt 2 procent under prognosperioden.

I Sverige är konjunkturen stark, bland annat som en följd av en expansiv penningpolitik och återhämtningen på svenska exportmarknader, fortsatte Ingves. Han nämnde att både inhemsk efterfrågan och utrikeshandeln väntas bidra till en god efterfrågan framöver enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Men tillväxten på exportmarknaderna väntas öka litet långsammare och bostadsbyggandets bidrag till tillväxten minska.

Inflationen i Sverige har ökat trendmässigt från 2014 till i år. Under våren och försommaren (april, maj, juni) låg KPIF-inflationen nära 2 procent och de senaste tre månaderna (juli, augusti, september) har den varit några tiondelar över 2 procent. Inflationsförväntningarna är nu nära 2 procent enligt alla mått och på ett års, två års och fem års sikt. Inflationsmålsuppfyllelsen är med andra ord i dagsläget god. Så mycket större precision än den som är nu tror Ingves inte kan förväntas. Prognosen för KPIF i utkastet till penningpolitisk rapport är i stort sett i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september. Den starka konjunkturen sätter nu avtryck i prisökningstakten. Inflationen har också påverkats av snabbt ökande tjänstepriser, som delvis bedöms vara av tillfällig karaktär. Inflationen väntas sjunka tillbaka något den närmaste tiden men hålla sig nära 2 procent under prognosperioden.

Ingves fortsatte med att säga några ord om risker förknippade med utvecklingen i omvärlden. För ett år sedan handlade osäkerheten i hög grad om Brexit och politisk osäkerhet i Europa. Den politiska osäkerheten i Europa tycktes sedan minska under en tid. Men nu finns förnyad och svårbedömbart politisk osäkerhet i några länder. Till det kommer att den politiska osäkerheten i hög grad fortsätter att handla om Brexit och dess konsekvenser för Europa samt om den ekonomiska politiken i USA efter valet av Trump till president. Det finns dessutom geopolitiska risker, som alltid är svåra att bedöma. Det är också märkbart att de finansiella marknaderna inte riktigt förmår prissätta den politiska osäkerheten. Stigande aktiepriser och låg volatilitet på tillgångsmarknaderna tyder på det. Det förefaller som om prissättningen av politiska risker sker först efter det att den riskfyllda händelsen har inträffat. Något som då också plötsligt kan skaka om marknadsutvecklingen och den ekonomiska politiken.

En andra central fråga gäller konjunkturåterhämtningen i USA som nu har pågått länge. Den senaste lågkonjunkturen tog slut i juni 2009 enligt NBER:s (National Bureau of Economic Research) konjunkturcykeldateringskommitté. Eftersom den nuvarande konjunkturuppgången pågått så länge i just USA kan det kanske tala för att en nedgång mest sannolikt börjar där. Det finns också studier som visar att i USA under perioden 1854 -1938 ökade sannolikheten för en konjunkturedgång i USA ju längre konjunkturuppgången hade pågått. Men efter det andra

världskriget finns inte samma mönster. Sannolikheten för en konjunkturedgång påverkades under efterkrigstiden inte så mycket av längden på expansionsfasen, sa Ingves.

En konjunkturedgång utlöses ofta av att inflationen tar fart och centralbanken behöver kyla av ekonomin med räntehöjningar. En viktig förändring efter krisen är att den potentiella tillväxttakten förefaller ha minskat i flera länder, inklusive USA. Det innebär att produktionsgapen, allt annat lika, sluts vid lägre tillväxttal än före krisen samtidigt som inflationstrycket har varit lågt. Till det kommer att den globala långsiktiga realräntan fallit trendmässigt under de senaste decennierna, bland annat till följd av demografiska faktorer.

Dessa och andra förändringar efter finanskrisen, menade Ingves bidrar till att det är svårt att prognostisera relationen mellan penningpolitik och konjunkturutveckling i alla länder, inklusive USA. Den amerikanska tillväxten i nuvarande uppgångsfas har varit måttlig i ett historiskt perspektiv, utan något snabbt stigande inflationstryck. Den uppåtgående trenden i kärninflationen har brutits, men sannolikt tillfälligt. Federal Reserve väntas i utkastet till penningpolitisk rapport följa sin plan att göra penningpolitiken gradvis mindre expansiv. Men normaliseringen av penningpolitiken går långsamt i USA. Den här konjunkturuppgången är inte normal. Som Ingves sade inledningsvis håller han med om prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport men samtidigt ökar osäkerheten ju längre konjunkturuppgången i USA fortskrider.

En tredje central fråga för penningpolitiken i Sverige är kronans utveckling, eftersom den påverkar inflationen. Det är viktigt att växelkursen verkligen stärks långsamt de närmaste åren, så som prognostiseras i utkastet till penningpolitisk rapport. Men det är genuint svårt att göra växelkursprognoser, särskilt när det råder osäkerhet om hur växelkursen påverkas av de stora centralbankernas penningpolitik.

ECB behåller den expansiva inriktningen på penningpolitiken, fortsatte Ingves. De har kommunicerat att tillgångsköpen fortsätter tills man ser en varaktig förbättring av inflationsutsikterna. Många marknadsaktörer räknar med att tillgångsköpen fortsätter nästa år, men i långsammare takt. Om penningpolitiken i Sverige snabbt görs mindre expansiv och avviker från penningpolitiken i omvärlden skulle kronan riskera förstärkas alltför snabbt och bidra till att hålla ned inflation och tillväxt i Sverige. En långsam, gradvis omläggning av penningpolitiken med den prognos för reporäntan som finns i utkastet till penningpolitisk rapport är rimlig. Samtidigt, när nu penningpolitiken drar åt olika håll i USA och Europa, kommer direktionen säkert vid ett antal tillfällen framöver behöva diskutera hur utformningen av den svenska penningpolitiken i detalj skall positioneras mellan Fed och ECB. Ingves menar då penningpolitiken i dess helhet, inklusive köp av statsobligationer och det likviditetsöverskott som köpen skapar.

Ingves stödjer Finansinspektionens förslag om skärpt amorteringskrav under nästa år och menar att det är en högst rimlig åtgärd. Men han underströk att det inte räcker. Det behövs åtgärder på flera områden. Det är bland annat angeläget att genomföra strukturreformer för att förbättra

den svenska bostadsmarknadens sätt att fungera. Sådana reformer bör inte ses i ett kortsiktigt konjunkturperspektiv. Snarare är det så att utan reformer riskeras den svenska ekonomins långsiktiga stabilitet. Med enbart konjunkturen för ögonen riskerar strukturellt viktiga åtgärder att aldrig vidtas eftersom konjunkturtillfället sällan är perfekt.

Ingves avslutade sitt inlägg med att uppge att han stödjer förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport att behålla reporäntan oförändrad på –0,5 procent och prognosen att reporäntan ligger kvar på den nivån till mitten av 2018, då långsamma höjningar inleds. Eftersom nuvarande program för köp av statsobligationer fortsätter fram till årsskiftet 2017/2018 menade Ingves att det ger direktionen möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka ett beslut i december om eventuell förlängning av köpen. Exempel på ytterligare information är den närmaste tidens inflationsutveckling och andra centralbankers beslut.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att ställa sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på –0,5 procent. Däremot stödde han inte förslaget att förlänga mandatet att intervensera på valutamarknaden.

Ohlsson konstaterade inledningsvis att det ekonomiska läget i omvärlden är gott. Världshandeln ökar, och under de senaste månaderna sker detta också i en ökande takt. Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägt med KIX, bedöms framöver komma att uppgå till cirka 2,5 procent enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Visserligen är inflationstrycket lågt men den sammanvägda KIX-inflationen väntas bli drygt 2 procent under prognosperioden. Detta medför att det finns förväntningar om en mindre expansiv penningpolitik i omvärlden. KIX-räntan förväntas stiga, om än i långsam takt. I USA och Storbritannien har statsobligationsräntorna stigit.

Vidare noterade Ohlsson att ökningstakten för KPIF uppgick till 2,3 procent vid den senaste inflationsmätningen i september. Motsvarande mätning för september 2016 var 1,2 procent. KPIF-inflationen har legat kring inflationsmålet ett antal månader nu. De senaste sex månaderna har KPIF-inflationen återfunnits i intervallet 1,9–2,3 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer att vara nära 2 procent under de kommande åren.

Ohlsson konstaterade att oktobermätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 2,1 procent. De senaste 22 månaderna har inflationsförväntningarna på fem års sikt varit 1,9 procent eller högre. Han framhöll vidare att intrycket av att inflationsförväntningarna nu är tillbaka på tvåprocentmålet förstärks om man ser till förväntningarna på två års sikt. I oktober låg dessa också på 2,1 procent. Om man ser tillbaka har inflationsförväntningarna på två års sikt varit 1,9 procent eller högre under de senaste tio månaderna. Slutligen låg inflationsförväntningarna på ett års sikt i oktober för andra månaden i rad på 1,9 procent eller högre. Det är första gången detta sker sedan oktober-november 2011.

Han noterade vidare att BNP (kalenderkorrigerat) beräknas växa med 3,1 procent både 2017 och 2018 enligt bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport. Det är historiskt höga tal. Antalet arbetade timmar (också kalenderkorrigerat) beräknas båda åren öka med omkring 1,5 procent.

Ohlsson konstaterade att arbetslösheten enligt den senaste arbetskraftsundersökningen (AKU) i september låg på 6,2 procent (ej säsongrensad). Det är ungefär samma nivå som motsvarande månad ett år tidigare då den låg på 6,1 procent. Han framhöll vidare att medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden och att andelen öppet arbetslösa kassamedlemmar låg på 2,4 procent i september. Det är också på ungefär samma nivå som i september månad ett år tidigare då andelen arbetslösa kassamedlemmar låg på 2,3 procent. Ohlsson menade att det är svårt att komma ifrån slutsatsen att arbetslösheten verkar ha bottnat. För detta talar även utfallen för arbetslösheten i augusti.

Samtidigt ligger dock arbetslösheten enligt Ohlssons mening fortfarande på en för hög nivå. Den fråga han ställer sig är: Går det att få ner arbetslösheten ytterligare med allmän efterfrågepolitik? Ohlssons bedömning av dagens situation är att den ökande efterfrågan på arbetskraft snarare leder till ett ökat arbetskraftsutbud än till lägre arbetslöshet. Han ställer sig därför frågan om det kan vara så att den allmänna efterfrågepolitiken börjar nå vägs ände när det gäller att minska arbetslösheten. I så fall blir det än tydligare att det faller på andra politikområden att få ner arbetslösheten. I en sådan situation finns det enligt Ohlsson i grunden bara två sätt att öka efterfrågan på den arbetskraft som står utan arbete: Antingen höjer man de arbetslösas produktivitet genom exempelvis utbildning eller också sänker man kostnaderna för att anställa de arbetslösa, till exempel genom subventioner eller sänkta arbetsgivaravgifter. Detta är åtgärder som det är realistiskt att tro att de kan bli genomförda.

Det allt flexiblare arbetsutbudet är också, enligt Ohlssons mening, en viktig förklaring till att ett ökat resursutnyttjande idag inte leder till en lika snabb ökning av de nominella lönerna som tidigare. Denna förändring gäller inte bara Sverige utan är en aktuell discussionsfråga i de flesta industriländer. Enligt Ohlssons mening är ett allt flexiblare arbetsutbud en viktig förklaring till varför sambandet mellan resursutnyttjande och nominallöneökningar har blivit svagare.

Han ser tre viktiga orsaker bakom det ökade och mer flexibla arbetsutbudet. Den första är globaliseringen och den ökande ekonomiska integrationen. Globaliseringen och den därmed stigande handeln ökar arbetsutbudet på ett indirekt sätt. Den ekonomiska integrationen inom EU gör det på ett direkt sätt genom den fria rörligheten för arbetskraft inom unionen. Många utnyttjar de möjligheter som den fria rörligheten ger – en del genom att flytta permanent, andra genom att arbeta temporärt i andra länder inom unionen.

Den andra orsaken är enligt Ohlsson den tekniska utvecklingen. Den elektroniska revolutionen har inte bara ökat produktiviteten, den har också gjort det möjligt att arbeta på distans. Detta sker inom Sverige men också genom distansarbete från andra länder i verksamheter som finns i

Sverige. Distansarbete kan vara deltid när den ekonomiska aktiviteten är låg, för att bli heltid när aktiviteten är hög.

Den tredje orsaken som Ohlsson för fram har att göra med förändringar av institutioner i vid mening. Ett konkret svenskt exempel är att allt fler kollektivavtal innehåller överenskommelser om arbetstidsbanker. Dessa överenskommelser innebär att antalet arbetade timmar för den anställde kan omfördelas över konjunkturcykeln. Ett annat exempel är bemanningsföretagens framväxt i Sverige. Från att ha varit olaglig en gång i tiden har branschen idag i storleksordningen 80 000 anställda.

Ohlsson framhöll vidare att vi i Sverige dessutom har kunnat se ett ökat arbetsutbud bland äldre. Enligt AKU för tredje kvartalet 2017 var nästan fyra procent av de sysselsatta mellan 65 och 74 år. Man kan utgå från att deras arbetsutbud är mycket flexibelt.

Ohlssons slutsats är att om man lägger samman alla dessa delförklaringar är det inte så konstigt att sambandet mellan resursutnyttjande och nominallöneökningar har försvagats. På samma gång bedömer han att det fortfarande finns ett samband. De senaste årens utveckling har också visat att det har gått att få upp inflationen mot målet även om de nominella löneökningarna varit måttliga. Löner är inte den enda drivkraften bakom inflationens utveckling.

Med dessa resonemang som bakgrund övergick Ohlsson till sina penningpolitiska överväganden. Han framhöll att penningpolitiken inte kan få styras av några tiondelar hit eller dit kring 2 procents inflation. Då hamnar man i det som Ohlsson tidigare betecknat som tiondelarnas tyranni. För varje månad som går med en inflation nära 2 procent ser han att vi närmar oss punkten då penningpolitiken bör börja normaliseras.

Ohlsson påminde om att han vid det penningpolitiska mötet i april 2017 ansåg att räntebanan borde utformas så att höjningar av reporäntan skulle komma att inledas under början av 2018. Mot bakgrund av det Ohlsson framfört i dagens anförande sade han sig vara av samma åsikt idag. Vid mötet i april avstod han från att reservera sig på denna punkt och inte heller vid detta möte tänkte han göra det. Orsaken som Ohlsson framförde var att reporäntebanan är en prognos, inte ett direkt penningpolitiskt beslut.

Slutligen konstaterade Ohlsson att en snabb förstärkning av kronan kan medföra att det blir svårare att uppfylla inflationsmålet. Detta var bakgrunden till att direktionen fattade beslut om ett mandat för riksbankschefen och förste vice riksbankschefen att intervensera på valutamarknaden. Beslutet, som Ohlsson då stödde, fattades i ett läge då inflationen och inflationsförväntningarna låg långt under målet. Han framhöll att dagens situation är annorlunda. Med inflation och inflationsförväntningar nära målet anser han att frågor om eventuella interventioner på valutamarknaden kan handläggas utan särskilda mandat.

Sammanfattningsvis ställde sig Ohlsson bakom förslaget att hålla reporäntan på -0,5 procent. Däremot stödde han inte förslaget att förlänga mandatet för valutainterventioner.

### §3. Diskussion

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde diskussionen med att kommentera två saker, dels frågan om förlängt obligationsköpsprogram och dels frågan om inflationsavvikelser som också Per Jansson tog upp.

När det gällde frågan om ett eventuellt förlängt obligationsköpsprogram hade det enligt Skingsley mening inte varit ett väl underbyggt beslut om direktionen hade tagit ställning i frågan redan vid detta möte. Att köpa obligationer innebär enligt Skingsley växande risker för Riksbankens balansräkning vilket ställer höga krav på beslutsunderlaget. Mot bakgrund av att Riksbanken är nära måluppfyllelse finns det tid att avvakta ytterligare information till decembermötet.

När det gällde frågan om avvikelser från Riksbankens inflationsprognoser ville Skingsley lyfta fram att hon fortfarande ser inflationsutfall som underskider prognosen som ett potentiellt större problem än det omvända, mot bakgrund av den långa period som inflationen var för låg och inflationsförväntningarna var på drift. Hon framhöll också att en tolerans för inflationsutfall högre än 2 procent inte ska uppfattas som att Riksbanken håller på att glida mot ett prisnivåmål eller att hon skulle förordna en sådan regim. Till att börja med är förarbetena till den nuvarande riksbankslagen tydliga. Där står att penningpolitiken inte ska kompensera för tidigare målavvikelser, vilket skulle ske om Riksbanken styrde efter ett prisnivåmål.

Skingsley konstaterade vidare att en prisnivåregim visserligen i teorin kan vara tilltalande, men att den skulle vara svår att genomföra i praktiken. Det tilltalande är att om inflationen varit för låg och styrräntan ligger vid sin nedre gräns så "vet" ekonomins aktörer i en prisnivåregim att penningpolitiken framöver kommer att bli så expansiv att man kompenserar för den tidigare låga inflationen. Med den vetskapen skulle inflationsförväntningarna komma att stiga kraftigt på kort sikt. Detta skulle i sin tur medföra en lägre realränta vilket skulle gynna efterfrågan i det korta perspektivet. Å andra sidan skulle samtidigt de långsiktiga inflationsförväntningarna behöva vara rationella, det vill säga vara förankrade vid centralbankens prisnivåmål. Annars skulle inflationen riskera att bli alltför hög, driven av aktörernas kortsiktiga inflationsförväntningar. Detta innebär att det enligt Skingsley skulle kunna uppstå svårigheter i den praktiska tillämpningen av penningpolitiken. Hon menade att för att en prisnivåregim ska fungera skulle ekonomin aktörer nämligen behöva ha adaptiva förväntningar på kort sikt och rationella förväntningar på lång sikt.

Skingsley hävdade vidare att också det omvända förhållandet är svårt att operationalisera. Om man antar att inflationen varit för hög en tid behöver centralbanken inom ramen för en



prisnivåregim därför höja räntan för att driva ned inflationen under målet, med resultatet att inflationsförväntningarna på kort sikt skulle behöva bli låga eller rent deflationistiska för att återställa prisnivåtrenden. Risken är då att inflationsförväntningarna skulle bita sig fast på för låg nivå, till nackdel för tillväxt, sysselsättning och penningpolitikens möjligheter att stabilisera inflationen.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** återkom till diskussionen om det höga bostadsbyggandet som flera ledamöter varit inne på i sina inlägg. Han återknöt till de risker med överproduktion som förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick nämnt. Även han ser en del sådana risker. Historiskt har ju kraftiga konjunkturnedgångar ofta föregåtts av en period med en snabb uppgång i byggandet. I Sverige har bostadsinvesteringarna ökat från runt 3 procent av BNP under de senaste två decennierna till nära 6 procent nu. Men samtidigt, menade Flodén, måste man påpeka att 6 procent av BNP inte är en anmärkningsvärt hög nivå. Det är endast marginellt högre än en normal europeisk nivå och avsevärt lägre än nivåerna kring 12 procent av BNP som var fallet i Spanien och Irland före den senaste finanskrisen. Det behövs som sagt ett byggande runt dagens nivåer efter den långa perioden med lågt byggande, och då Sverige dessutom har en snabb befolkningstillväxt. Detta stöds av de flesta analyserna av bostadsbehovet framöver, till exempel Boverkets bedömningar.

Flodén menade att hans oro alltså egentligen inte rör nivån på byggandet utan snarare faktumet att aktiviteten i byggsektorn har ändrats så snabbt och de drivkrafter som ligger bakom uppgången i byggandet. Baseras byggandet på fel bedömningar av vilken typ av bostäder som efterfrågas och alltför optimistiska prognoser om fortsatta prisuppgångar, frågade han sig. Kan marknaden upprätthålla den här nivån på byggandet även om priserna slutar stiga snabbt? Ett större fall i byggandet skulle dels äventyra konjunkturen och riskera göra prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten obsolet, dels medföra att processen mot en bättre balans mellan utbud och efterfrågan på bostadsmarknaden avstannar.

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

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget med de redaktionella ändringar som föreslagits, protokollsbilaga A, samt
- att behålla reporäntan på -0,50 procent,

## §5. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under §§ 4 med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 26 oktober 2017 kl. 9.30, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 9 november 2017 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Lena Eriksson

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley





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