



# Penningpolitiskt protokoll

Juli 2017

# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 3 juli beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Först i mitten av 2018 väntas reporäntan börja höjas, vilket är samma bedömning som i april. Köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2017 enligt den plan som beslutades i april.*

Direktionen var enig om den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Utvecklingen i omvärlden har förbättrats i linje med Riksbankens tidigare prognoser, återhämtningen i euroområdet ser, om något, mer robust ut och riskerna för bakslag bedöms ha minskat. Det noterades att inflationstrycket i framförallt euroområdet fortfarande är lågt och att penningpolitiken i omvärlden väntas förbli expansiv under lång tid, något som svensk penningpolitik behöver förhålla sig till.

Den svenska konjunkturen är stark och inflationen har stigit och blivit något högre än väntat de senaste månaderna. Flera ledamöter betonade dock att det inte räcker att inflationen tillfälligt tangerar 2 procent. Efter en lång tid med en inflation under målet är det nu särskilt viktigt att inflationen mer varaktigt ligger nära 2 procent. För att så ska ske behövs en fortsatt stark konjunktur som gradvis sätter större avtryck i prisökningstakten. Flera ledamöter poängterade i detta sammanhang också vikten av att kronan i det här läget inte stärks för snabbt.

Samtliga ledamöter ansåg det välvägt att nu behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Först i mitten av 2018 väntas reporäntan höjas. Eftersom inflationen blivit något högre än väntat den senaste tiden och riskerna i omvärlden bedöms ha minskat, är det nu något mindre sannolikt än tidigare att räntan sänks ytterligare den närmaste tiden. Det innebär dock inte att reporäntesänkningar framöver är uteslutna. Ett par ledamöter framförde också att det är viktigt att marknaden inte tar ut framtida räntehöjningar i förskott, då det skulle försvåra Riksbankens arbete att klara inflationsmålet.

Köpen av statsobligationer fortgår under andra halvåret, så som beslutades i april, och tillsvidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen.

På mötet diskuterades också varför löneökningstakten framöver väntas bli relativt låg samt hur detta påverkar inflationstrycket. Vidare togs riskerna med hushållens höga och stigande skuldsättning upp.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 3

DATUM: 2017-07-03  
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

---

Iyad Joudeh, Board Member, Palestine Monetary Authority  
Samia Jubran, Board Member, Palestine Monetary Authority  
Gary Watson

---

Jan Alsterlind  
Carl-Johan Belfrage  
Sophie Brauner  
Meredith Beechey Österholm  
Charlotta Edler  
Paul Elger  
Mattias Erlandsson  
Kerstin Hallsten  
Jens Iversen  
Pernilla Meyersson  
Ann-Lena Mikiver  
Christoffer Nordenlöw (§ 1-3A)  
Maria Sjödin  
Ulf Söderström  
Anders Vredin

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Paul Elger 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 april har några utländska centralbanker skickat signaler om att penningpolitiken kan komma att bli mindre expansiv framöver. Statsobligationsräntor i omvärlden steg därför veckan före det penningpolitiska mötet, men är fortsatt låga. Dollarn har fortsatt att försvagas gentemot såväl euron som kronan mot bakgrund av svag amerikansk statistik, samt att den amerikanska administrationen inte längre förväntas föra en lika expansiv finanspolitik. Sedan det penningpolitiska mötet i april har kronan stärkts i handelsvägda termer, särskilt de senaste veckorna. Inför dagens möte förväntar sig en majoritet av analytikerna en oförändrad reporänta, att Riksbanken kommer att minska sannolikheten för att räntan sänks den närmaste tiden, samt en oförändrad plan för obligationsköpen.

**Mattias Erlandsson**, tillförordnad biträdande chef för Avdelningen för penningpolitik, redogjorde för ny information som tillkommit sedan den penningpolitiska rapporten bordlades. Ett svagare än väntat utfall för detaljhandeln i maj har bidragit till att konsumtionen reviderats ned något. En förstärkning av kronan och en oljeprisnedgång under de senaste veckorna har samtidigt lett till smärre nedrevideringar av inflationsprognosen.

**Anders Vredin**, tillförordnad chef för Avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han konstaterade att prognosen för omvärlden i stort sett var oförändrad jämfört med föregående prognos i april. BNP-tillväxten i omvärlden (viktad med KIX-vikter) väntas uppgå till drygt 2 procent de närmaste åren, vilket bedöms innebära att resursutnyttjandet i omvärlden stiger. Det råder fortsatt osäkerhet om såväl den ekonomiska som den politiska utvecklingen, men riskerna bedöms vara något mindre än i april. Inflationen i omvärlden bedöms dämpas något den närmaste tiden, bland annat till följd av oljeprisutvecklingen. Den underliggande inflationen är fortsatt låg men det stigande resursutnyttjandet bedöms medföra att inflationen ökar efter hand.

Vredin noterade att BNP-tillväxten i Sverige var lägre än väntat det första kvartalet men att olika indikatorer fortsätter att visa på en stark konjunktur och fortsatt god tillväxt. Riksbankens bedömning är därför att tillväxten stiger det kommande halvåret. Under 2017 och 2018 väntas tillväxten överstiga sin långsiktiga trend, varefter den dämpas något och närmar sig den långsiktiga trendtillväxten som uppgår till cirka 2 procent. Sett från produktionsidan är ett skäl till att BNP-tillväxten dämpas framöver att en långsammare befolkningstillväxt och ökade matchningsproblem väntas ge en lägre sysselsättningstillväxt. Sett från användningssidan dämpas BNP-tillväxten bland annat till följd av att migrationsutgifter väntas lämna ett mindre avtryck i offentlig konsumtion och att ökningstakten i bostadsbyggandet blir lägre.

Vredin konstaterade vidare att inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 och uppgick till 1,9 procent i maj. Under de senaste åren har stigande energipriser bidragit till uppgången och inflationen mätt med KPIF exklusive energi är just nu längre från 2 procent än KPIF-inflationen. Bidraget från energipriserna bedöms bli mindre i år, vilket gör att KPIF-inflationen blir något lägre. Ett högre resursutnyttjande än normalt väntas dock bidra till att inflationen fortsätter att stiga och den bedöms stabiliseras kring 2 procent i början av 2019.

Konjunkturen har utvecklats i linje med bedömningen som gjordes i april. Inflationen har blivit lite högre än väntat men det krävs fortfarande en expansiv penningpolitik för att inflationen ska stabiliseras nära 2 procent. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport bygger på antagandet att reporäntan behålls oförändrad på  $-0,50$  procent, att den första räntehöjningen sker kring mitten av 2018 och att köpen av statsobligationer fortsätter under det andra halvåret 2017, i enlighet med prognoserna som gjordes i april. Att inflationen den senaste tiden har blivit lite högre än väntat och att riskerna för bakslag i omvärlden bedöms ha minskat gör att det nu bedöms något mindre sannolikt än tidigare att Riksbanken sänker räntan den närmaste tiden.

Därefter sammanfattade Vredin huvuddragen i den penningpolitiska beredningsprocessen. Han noterade att prognoserna och de penningpolitiska antagandena diskuterats med direktionen vid möten den 19 och 21 juni. På ett möte med direktionen den 27 juni diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport. Vredin identifierade några viktiga teman som diskuterats under processen. Ett tema är hur man ska se på osäkerheten om den ekonomisk-politiska utvecklingen i omvärlden. Å ena sidan har utfallet i det franska valet minskat riskerna för EU- och EMU-samarbetena. Å andra sidan råder fortfarande stor osäkerhet om exempelvis den ekonomiska politiken i USA och Storbritannien. Sammantaget är bedömningen att riskerna är något mindre jämfört med i april, vilket också är bilden som ges av prissättningen på de finansiella marknaderna.

Ett annat tema är hur Riksbankens penningpolitik påverkas av penningpolitiken i omvärlden. Signaler från Federal Reserve och ECB har lett till förändringar i valutakurser och även i kronan. Detta är givetvis något som Riksbanken kontinuerligt behöver bevaka eftersom kronans utveckling har betydelse för hur och när inflationen ska kunna stabiliseras kring målet på 2 procent.

Ett tredje tema, inte bara i Sverige utan även i omvärlden, är varför lönerna stiger relativt måttligt när konjunkturläget bedöms vara så pass gott. Det behandlas i en fördjupningsruta i utkastet till penningpolitisk rapport. Slutsatsen är att löneökningstakten framöver väntas vara lägre än man normalt hade kunnat förvänta sig med tanke på konjunkturläget. Flera olika förändringar på arbetsmarknaden bidrar till detta. En förklaring, som är relevant i både Sverige och omvärlden, är att produktiviteten utvecklas relativt svagt. Det håller tillbaka reallönerna. Men det bidrar också till att kostnadsökningarna för företagen hålls uppe och därmed till att inflationen stiger.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport och att hon ställer sig bakom förslaget att låta reporäntan ligga kvar på -0,50 procent, att justera reporäntebanan i närtid samt att, som tidigare beslutat, fortsätta med köp av statspapper under hösten 2017. Hon tog därefter upp några områden som har varit viktiga för henne inför dagens penningpolitiska beslut.

Konjunkturen fortsätter att stärkas i omvärlden och förtroendeindikatorer ligger högt för både hushåll och företag, konstaterade af Jochnick. Den positiva utvecklingen i omvärlden skapar också ökad efterfrågan på svenska varor och tjänster och bidrar till fortsatt hög tillväxt och stigande sysselsättning. Utvecklingen de senaste månaderna följer ganska väl den prognos direktionen beslutade om i april.

Utvecklingen i euroområdet är något bättre än väntat, fortsatte hon. Tillväxten bedöms i år bli något högre än i tidigare prognoser. Den tidigare försvagningen av euron och lägre oljepriser har bidragit till detta. Förtroendeindikatorerna är starka. Investeringarna väntas växa snabbare framöver på grund av starkare export och högre kapacitetsutnyttjande. Med en högre tillväxt i euroområdet så bör också efterfrågan på svenska varor och tjänster öka. Den politiska osäkerheten i euroområdet har dämpats efter valen i Nederländerna och Frankrike. Eurosamarbetet har fått en något stabilare plattform vilket också tycks förbättra framtidstron i euroområdet.

Problemen i den europeiska banksektorn fortsätter att diskuteras och flera EU-organisationer arbetar på harmoniserade åtgärder för att hantera så kallade dåliga lån. I såväl Italien som Spanien har beslut fattats om att hantera problembankerna. Det kvarstår dock en hel del arbete med att säkerställa en väl fungerande banksektor i euroområdet, konstaterade af Jochnick. Samtidigt finns det tecken på att företag inom EU i större utsträckning än tidigare finansierar sig på marknaden istället för att gå via banksystemet vilket på sikt kan bredda företagets finansieringskällor och minska beroendet av bankfinansiering. Sammantaget ger detta en lite mer positiv bild av utvecklingen i framförallt euroområdet.

Den svenska konjunkturen utvecklas väl och förtroendeindikatorer visar att hushållen och företagen är fortsatt optimistiska. BNP-tillväxten blev dock svagare än väntat första kvartalet. Skärpta amorteringskrav från Finansinspektionen bidrar också till att prognosen för BNP-tillväxten är något nedreviderad. Men resursutnyttjandet är högre än normalt och förblir högt de närmaste åren.

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 och uppgick till 1,9 procent i maj. Inflationsutfallen i Sverige har i de senaste mätningarna varit något högre än vad Riksbanken prognostiserat. Det är främst priserna på tjänster som stigit mer än väntat. Det är bland annat en följd av att säsongeffekterna kopplade till påsken blivit mer svårbedömda. Till

inflationens uppgång under det senaste året har särskilt stigande energipriser bidragit. Oljepriset har dock fallit sedan den penningpolitiska rapporten i april och framöver bedöms bidraget från energipriserna bli mindre. Det starka konjunkturläget i Sverige och ett stigande internationellt pristryck bidrar ändå till att det finns goda förutsättningar för att KPIF-inflationen skall stabiliseras runt 2 procent i början av 2019.

Inflationen kan dock bli både högre och lägre än Riksbankens prognos, fortsatte af Jochnick. Det finns en risk att styrkan i den europeiska uppgången underskattas och att efterfrågan på svenska varor och tjänster kan bli högre än Riksbanken bedömt de kommande åren. Detta skulle kunna öka kostnadstrycket i svensk ekonomi mer än Riksbanken räknat med, noterade hon. Det finns också nedåtrisker. En stor och snabb förstärkning av växelkursen riskerar dämpa importpriserna och efterfrågan och göra det svårare att nå inflationsmålet som prognostiserat. Oljepriserna riskerar också bli lägre än väntat, också det med en dämpande effekt på inflationen.

af Jochnick menade vidare att en kärnfråga, som diskuteras i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport, är hur stabila historiska samband mellan löneutveckling och konjunkturutveckling är. Tidigare har kopplingen mellan lönerna och konjunkturen i Sverige varit tydlig. Under prognosperioden bedöms dock löneökningarna bli måttliga i relation till det inhemska konjunkturläget. En viktig förklaring är att produktiviteten vuxit långsammare än tidigare i både Sverige och omvärlden efter den globala finanskrisen. En annan förklaring är sannolikt att en svag löneutveckling i euroområdet även dämpar svenska löner, eftersom centrala avtal beaktar den svenska konkurrenskraften. Det finns även andra faktorer som ökar osäkerheten kring löneutvecklingen, såsom förändringar av arbetsmarknadens funktionssätt och att löne- och inflationsförväntningarna kan ha anpassats till perioden med låg inflation. Men bristen på kvalificerad arbetskraft i såväl privat som offentlig sektor bör på sikt leda till något högre löner. Det är också den bedömning företagen gör i Riksbankens företagsundersökning. Det kommer att bidra till att inflationen fortsätter stiga och stabiliseras omkring 2 procent i början av 2019.

Även om utvecklingen i svensk ekonomi för närvarande är mycket god poängterade af Jochnick att det finns risker och sårbarheter som kan skapa problem för tillväxten längre fram. En risk kommer från arbetsmarknaden där indikatorer för obalanser, såsom bristtal och rekryteringstider, visar att det har blivit allt svårare för företagen att anställa den personal de behöver. De kommande åren väntas befolkningstillväxten minska och främst bestå av asyl- och anhöriginvandrare, som brukar ha svårt att etablera sig på arbetsmarknaden.

Hon sa vidare att hushållens skuldsättning är en risk som Riksbanken har pekat på under lång tid och som fortsätter skapa oro. Även om Finansinspektionen nu skärper amorteringsreglerna och regeringen öppnar för ytterligare verktyg för makrotillsyn så kvarstår de grundläggande problemen. Bostadspriserna fortsätter stiga och i maj ökade de med en årstakt på nästan

9 procent. Incitamenten för hushållen att ta lån behöver dämpas ytterligare för att skapa bättre långsiktiga förutsättningar för svensk ekonomi.

af Jochnick konstaterade sedan sammanfattningsvis att omvärldsutvecklingen, och framförallt utvecklingen i euroområdet, är något mer positiv än vid det penningpolitiska mötet i april, samt att de politiska riskerna har minskat något. Men inflationstrycket är fortsatt dämpat även i omvärlden. Till detta kommer att inflationen i Sverige varit något högre än Riksbanken bedömde i april. af Jochnick tyckte därför att det är motiverat att i närtid ta bort den högre sannolikheten för räntesänkning än för räntehöjning i räntebanan. Hon tillade att det därmed inte är sagt att Riksbanken inte kan sänka reporäntan ytterligare, men att hennes bedömning i dagsläget är att sannolikheten för ytterligare sänkningar minskat.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att inflationsbilden förbättrats något sedan det penningpolitiska mötet i april. Två nya inflationsutfall har publicerats, för april och maj. Båda utfallen var något högre än väntat. Det senaste inflationsutfallet, som alltså avsåg maj, rapporterade en KPIF-inflation på 1,9 procent, att jämföra med prognostiserade 1,7 procent. För KPIF-inflationen exklusive energi var utfallet just under 1,6 procent och prognosen just över 1,3 procent.

Jämförs prognosfelen för april och maj framgår att underskattningen av inflationen var ungefär lika stor för de bägge månaderna, fortsatte Jansson. Normalt är ju förstas ett prognosfel inget att glädja sig över, men i det här fallet är det faktiskt det. Och särskilt glädjande är att den viktiga tjänsteprisutvecklingen de två senaste månaderna återhämtat sig ganska påtagligt. I mars ökade tjänstepriserna med måttliga 1,2 procent. Motsvarande ökningstakter i april och maj var 2,3 respektive 2,4 procent. Även om uppgången i viss utsträckning beror på mer tillfälliga prisrörelser bekräftar den här utvecklingen bilden av att det mer underliggande inflationstrycket, enligt ett antal olika mått, nu börjar visa tecken på att mer varaktigt etablera sig i närheten av 2 procent.

Jansson påpekade att utvecklingen av inflationsförväntningarna också bidrar till den mer positiva inflationsbilden. Även här har två nya utfall publicerats sedan det förra penningpolitiska mötet, för maj och juni. Den övergripande bilden är att förväntningarna fortsätter att stiga. När det gäller förväntningarna på inflationen om två och fem år är avvikelserna från inflationsmålet nu mycket små. Även förväntningarna på ett års sikt har ökat tydligt och ligger för samtliga grupper på eller över 1,7 procent i junimätningen. Det understryker att inflationsmålet nu är helt trovärdigt och att det därmed finns goda förutsättningar för Riksbanken att framöver kunna stabilisera inflationstakten nära 2 procent, menade han.

Jansson konstaterade att det mot bakgrund av de oväntat höga inflationsutfallen nu i utkastet till penningpolitisk rapport föreslås att revidera upp prognosen för KPIF-inflationen exklusive



energipriser något under de närmaste månaderna. När det gäller inflationen mätt med KPIF antas genomslaget på prognosen på kort sikt blir mindre då utgångspunkten nu också är att oljepriset blir lägre än tidigare antagits. Det lägre oljepriset, tillsammans med en lite starkare krona, gör till och med att prognosen för KPIF-inflationen är något nedreviderad under senhösten i år och våren 2018. Mot senare delen av prognosperioden är dock förändringarna i bedömningen för såväl KPIF-inflationen som KPIF-inflationen exklusive energipriser marginella. Dessa mer långsiktiga inflationsprognoser bestäms i högre grad av de grundläggande konjunkturutsikterna, som i rapportutkastet bedöms vara ungefär desamma som i april, trots ett oväntat svagt BNP-utfall för första kvartalet. Den relativt låga tillväxten i början av året ses som tillfällig och konjunkturutsikterna framöver är förhållandevis ljusa mot bakgrund av bland annat ett förbättrat konjunkturläge i omvärlden, god tillväxt i hushållens reala disponibla inkomster, en stark förmögenhetsställning och snabb sysselsättningstillväxt. Mycket av detta är en följd av Riksbankens expansiva penningpolitik, sade han.

Janssons sammanfattning var att det alltså är en ganska ljus bild av svensk ekonomi som tecknas i utkastet till penningpolitisk rapport. Att nu också riskerna för bakslag i omvärlden bedöms ha minskat, framförallt till följd av det positiva utfallet i det franska presidentvalet, försämrar förstås inte förutsättningarna för en god utveckling. I rapportutkastet avfärdas visserligen klart och tydligt idén att redan nu börja göra penningpolitiken mindre expansiv, men det föreslås ändå att prognosen för reporäntan nu ska avspegla att det är något mindre sannolikt än tidigare att Riksbanken behöver sänka räntan den närmaste tiden. Han noterade att motsvarande förändring i riskbilden för styrräntan har gjorts av ett antal utländska centralbanker på sistone, bland annat den europeiska centralbanken ECB.

Jansson ställde sig bakom den föreslagna förändringen av penningpolitiken, liksom övriga antaganden för penningpolitiken och prognosen som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. Men han ville understryka att förändringen inte på något sätt påverkar hans beredskap att stödja en mer expansiv penningpolitik om ett sådant behov skulle uppstå. Om räntan behöver sänkas på nytt så skulle han alltså inte tveka det minsta när det gäller att driva på och ställa sig bakom ett sådant beslut. Och Jansson uppfattade de budskap kring penningpolitisk beredskap i direktionen enats om och redovisat i utkastet till penningpolitisk rapport, som att detta är en syn som alla medlemmar i direktionen i grunden delar, även om det förstås kan finnas olika uppfattningar om innebörden i ordet "behov".

Vad är det då som krävs för att det ska vara möjligt att på ett allvarligt sätt börja diskutera en avveckling av den mycket expansiva politiken, frågade sig Jansson. För att sortera sina egna tankar hade han försökt formulera tre, inte av varandra oberoende, villkor. Det första, och klart viktigaste villkoret, är att den mer underliggande inflationstakten under ett flertal månader ligger

nära 2 procent. I sammanhanget är det värt att notera att ett viktigt "test" kommer framöver när en ökad efterfrågedriven inflation ska kompensera negativa bidrag från både energipriser och kronans växelkurs. Han påpekade att den senaste tidens utveckling för kronkursen, med en snabb appreciering mot den amerikanska dollarn och även en förstärkning mot euron, givetvis inte är något som ökar sannolikheten för att det här testet ska klaras.

Det andra villkoret är just att den svenska kronans växelkurs inte får appreciera för fort och för mycket. Här menade Jansson att många kritiker av Riksbankens penningpolitik missar att en sådan utveckling inte bara skulle få stora negativa effekter på inflationen utan förstås också tydligt skulle bromsa tillväxten i svensk ekonomi. De här kritikerna verkar ofta resonera som om växelkursen inte spelar någon roll för realekonomin och Riksbankens så kallade kronfixering bara har med inflationen att göra. Det är inte bara ett felaktigt utan också ett farligt resonemang, sade han.

Det tredje villkoret är att andra centralbanker, framförallt ECB men även den amerikanska centralbanken Federal Reserve, blir mer konkreta kring, eller i större omfattning börjar, att avveckla sin expansiva politik. Mot bakgrund av att Sverige är en liten öppen ekonomi med omfattande handel med andra länder, framförallt övriga Europa, skulle en för tidig avveckling av den expansiva svenska penningpolitiken, relativt penningpolitiken som förs i omvärlden, vara förknippad med mycket stora risker. Jansson poängterade att Riksbankens penningpolitik inte slaviskt måste följa varenda rörelse som dessa stora centralbanker gör, men att utrymmet för att avvika är klart mindre än vanligt efter en mycket lång period med alltför låg inflation och globalt extremt expansiv penningpolitik. En omläggning av penningpolitiken i omvärlden skulle inte bara vara bra med tanke på Riksbankens jobb utan också i ljuset av att det skulle bekräfta att den internationella återhämtningen står på fastare mark och att inflationsbilden förbättras, resonerade han.

Jansson ville avsluta med att påpeka att allt det här är ett principiellt resonemang som inte innebär att han räknar med att den svenska penningpolitiken kommer att ändra kurs inom kort, om nu någon skulle få för sig det. Han underströk att han för egen del bedömer att de två första villkoren kommer att vara mycket svåra att klara om det tredje villkoret inte också uppfylls, eller ännu värre, så att säga går åt fel håll. Om ECB fortsätter att köpa ytterligare tillgångar nästa år, vilket ju förväntas på de finansiella marknaderna, blir det enligt Jansson troligtvis mycket svårt för Riksbanken att helt upphöra med nya köp redan vid årsskiftet. Ett viktigt arbete under hösten blir därför att fortsätta och fördjupa analysen av vilka finansiella tillgångar som skulle kunna vara aktuella för ytterligare köp, trodde han.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att ställa sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på –0,50 procent, förslaget till reporäntebana och den övriga prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

Flodén konstaterade att den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden huvudsakligen har varit i linje med de prognoser Riksbanken presenterade i samband med det penningpolitiska mötet i april. Den nya information som inkommit därefter har främst varit positiv. Särskilt glädjande är att inflationsutfallen i Sverige har blivit lite högre än vad Riksbanken väntade sig. Dessutom förefaller förutsättningarna för en fortsatt konjunkturåterhämtning i euroområdet nu vara mer robusta. Detta som en följd dels av att återhämtningen har fortsatt utan tydliga bakslag och att framåtblickande konjunkturindikatorer fortsätter att stärkas, dels av att den politiska osäkerheten kring eurosamarbetets framtid har dämpats.

Han noterade att de högre inflationsutfallen för april och maj medför att inflationsuppgången står på lite fastare mark än i april. Den fortsatta konjunkturuppgången och de minskade riskerna i omvärlden medför dessutom att bakslag för inflationsuppgången nu är mindre sannolika. Det här medför i sin tur att risken att det uppstår ett behov av en ännu mer expansiv penningpolitik under hösten har minskat. Flodén ser det därför som lämpligt att Riksbanken justerar upp närtidsprognosen för reporäntan på det sätt som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport. Han framhöll att han vid mötet i april ville avvakta med beslut om utökade köp av statsobligationer och att han ej heller skulle ha stött ett sådant beslut vid dagens möte.

Med anledning av de högre inflationsutfallen och den allmänt stabilare utvecklingen i omvärlden är det enligt Flodén relevant att fråga om även Riksbankens prognos för reporäntan på lite längre sikt bör ändras. Hans bedömning är att den inte bör ändras utan att räntebanan från i april fortfarande visar den mest sannolika utvecklingen för reporäntan under nästa år. Det mesta tyder ännu på att de överraskande höga inflationsutfallen för april och maj huvudsakligen orsakades av tillfälliga effekter, till exempel genom nya säsongsmönster för priserna på paketresor. De högre inflationsutfallen kan visserligen bidra till högre inflationsförväntningar och ett mer robust förtroende för att inflationen är på rätt väg, och därmed till att de penningpolitiska riskerna har minskat på kort sikt. Men det underliggande inflationstrycket på medellång sikt har förmodligen ändå inte stigit.

Han påpekade att det finns ytterligare faktorer som talar för att den lämpliga tidpunkten för den första räntehöjningen ligger fast, eller till och med har rört sig i riktning mot en senareläggning. En sådan faktor är att löneökningarna fortsätter att vara dämpade och att Riksbankens prognos för dessa återigen har reviderats ner en aning. En annan är att oljepriset har fallit de senaste månaderna. Detta kommer att hålla ner KPIF-inflationen och kan via inflationsförväntningarna och andra indirekta mekanismer även hålla ner den underliggande inflationen något. En

ytterligare faktor är att marknadsaktörer allt tydligare har börjat diskutera och förvänta sig räntehöjningar som sker tidigare än i Riksbankens prognos. Det har medfört stigande marknadsräntor och att kronan har stärkts jämfört med Riksbankens aprilprognos, något som kommer att medföra en nedåtpress på inflationen det kommande året. Ju mer marknaden prissätter att reporäntan kommer att höjas tidigare än i vår prognos, desto troligare blir det att reporäntan i stället höjs ännu senare.

Flodén ville också diskutera hur penningpolitiken förhåller sig till det starka konjunkturläget. Enligt Riksbankens RU-indikator är resursutnyttjandet klart högre än normalt. Andra mått på och bedömningar av konjunkturläget ger en liknande bild. Framåtblickande indikatorer tyder dessutom på att konjunkturen kommer att förbli stark de kommande åren. Att penningpolitiken är expansiv i ett så starkt konjunkturläge är förstås ovanligt. En relevant fråga är om det starka konjunkturläget är problematiskt och därmed skulle tala för en stramare penningpolitik.

Ett vanligt skäl att vilja motverka ett högt resursutnyttjande är att pris- och löneökningarna annars kan skena till alltför höga nivåer. Andra skäl att oroas av ett högt resursutnyttjande är om det medför att resurser allokeras till fel sektorer och aktiviteter, eller om utvecklingen bygger på en omotiverad optimism som medför en ohållbart hög konsumtion.

Risken att pris- och löneökningarna blir för höga måste enligt Flodén bedömas som liten i nuläget. Och även om inflationen skulle bli oväntat hög vore det knappast ett stort problem eftersom inflationen under många år har varit alltför låg. Det finns inte heller tydliga tecken på att den reala ekonomin är, eller håller på att bli, överhettad på ett problematiskt sätt. Hushållens konsumtion fortsätter att växa, men i en takt som är ganska blygsam i förhållande till den starka konjunkturen. Hushållens sparkvot är därför hög. Även de offentliga finanserna är starka och bytesbalansen fortsätter att visa tydliga överskott.

Det som möjligen oroar en aning är de senaste årens snabba uppgång i bostadsinvesteringarna. De stora svängningarna i byggsektorns aktivitetsnivå kan medföra risker. Men de höga bostadsinvesteringarna måste samtidigt ses i ljuset av flera decennier med mycket lågt byggande. Han pekade på att till exempel Boverket har bedömt att byggandet behöver ligga på en ännu högre nivå flera år framåt för att vi ska få en bättre balans mellan utbud och efterfrågan.

Det starka konjunkturläget talar alltså inte tydligt för att det behövs en stramare penningpolitik. Tvärtom kan det finnas skäl att välkomna den starka konjunkturen. I ett godartat scenario uppnås ett mer normalt konjunkturläge genom att ekonomins produktionskapacitet stärks, snarare än genom att den ekonomiska aktiviteten dämpas. Till exempel är arbetslösheten fortfarande hög i vissa befolkningsgrupper och det höga resursutnyttjandet kan underlätta för dem som står långt från sysselsättning att få in en fot på arbetsmarknaden.

Flodén avslutade med att sammanfatta sin uppfattning som att förutsättningarna för en fortsatt inflationsuppgång har utvecklats ungefär i linje med Riksbankens prognos i april, att riskerna i närtid har avtagit något, men att uppgången i den underliggande inflationen fortfarande är beroende av stöd av en mycket expansiv penningpolitik.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att konstatera att det vid dagens möte är tre år sedan som Riksbanken gjorde en extraordinär räntesänkning om 50 punkter. Det var ett beslut som togs för att understryka betydelsen av att återinföra inflationen till målet. Inflationen mätt som KPIF hade sjunkit under 1 procent sedan några månader och inflationsförväntningarna hade dalat under två års tid. Vid det julimötet 2014 prognostiserades räntan ligga kvar på 0,25 procent fram till slutet av 2015 innan höjningar kunde bli aktuella igen.

Nu tre år senare står det klart att ytterligare räntelättnader skulle komma att krävas och att tiden till räntehöjningar skulle bli betydligt längre. Därutöver har utmaningen med för låg inflation delats av många länder. Sedan juli 2014 har penningpolitiska lättnader skett i Australien, Kanada, euroområdet, Japan, Norge och Schweiz, för att ta några exempel.

Skingsley noterade vidare att det faktum att perioden med låg inflation och räntelättnader blev så mycket längre än väntat har analyserats i många olika versioner. I den mest kortfattade versionen är förklaringarna en långvarig anpassning efter finanskrisen, lägre globala realräntor, energiprisfall, sjunkande inflationsförväntningar, politiska osäkerhetsfaktorer samt strukturförändringar i ekonomin.

I takt med att resursutnyttjandet har stigit, och att inflationen och inflationsförväntningarna närmat sig inflationsmålet, har emellertid spektrumet av åsikter om vad som är en lämplig penningpolitik breddats i direktionen, konstaterade Skingsley. Den utökning av obligationsköpsprogrammet som beslutades i april och påbörjas efter halvårsskiftet reserverade hon sig emot med hänvisning till att ekonomin redan är stark och att det fanns möjligheter att snabbt återkomma om inflationsutvecklingen hotas. Hon tycker fortfarande att det är en riktig bedömning, men eftersom ett avbrytande av ett redan beslutat program skulle orsaka turbulens för räntebildning och växelkurs så avstod hon från att ta upp ett sådant förslag vid dagens möte.

Även om inflationen den gångna våren nått 2 procent är det för tidigt för Riksbanken att slå sig för bröstet. Det beror dels på att prognosen tyder på lägre inflation kommande månader, dels på att perioden med låg inflation varit så lång. Det är viktigt att arbeta försiktigt med framtida räntehöjningar, menade Skingsley och ställde sig bakom förslaget till räntebana, där den första höjningen sker först i mitten av 2018.

Med den nuvarande räntebanan kommer tiden med reporäntan i minusläge att uppgå till mer än 4 år, påpekade Skingsley. Det förekommer kritik mot denna politik, och förslag om att snabbt höja reporäntan ovanför nollstrecket igen, noterade hon. Även om hon har förståelse för att man kan ogilla låga räntor, bekymrar det Skingsley att kritikerna sällan talar om vilken analytisk

grund de har när de argumenterar för en positiv reporänta redan nu. Är det fel på det lagstadgade prisstabilitetsuppdraget? Eller är det fel på Riksbankens uttolkning av uppdraget, eller har man en annan makroprognos som motiverar en stramare penningpolitik? Att till exempel använda reporäntan för att bromsa bostadsmarknaden skulle kräva räntor på åtskilliga procent vilket skulle innebära ett misslyckande för såväl tillväxten som inflationen. För egen del anser Skingsley inte att en sådan politik skulle vara möjlig utifrån hur Riksbankens mandat definierats av Riksdagen.

Precis som vid tidigare möten är Skingsley alltså bekymrad över hållbarheten i hushållens skuldökning. Hon välkomnar Finansinspektionens förslag till skärpta amorteringskrav för nya låntagare med hög skuldkvot. Hon ville också klargöra sin ståndpunkt att makrotillsynen skulle inte ett högre förtroende bland ekonomins aktörer om Finansinspektionen hade haft rätten att, inom ramen för en uppsättning fördefinierade verktyg, själv kunna fatta denna typ av beslut utan att det krävs godkännande av regeringen.

I hennes vägval för penningpolitiken framöver är det alltså viktigt för Skingsley att inflationsförväntningarna ligger förankrade kring inflationsmålet på 2 procent och att den faktiska inflationen stabiliseras kring detta mål. Hon ser i dagsläget inte några övertygande tecken vare sig internationellt eller i den svenska ekonomin som skulle motivera en tidigare start på räntehöjningarna eller en snabbare takt när de väl inleds. Den nivå på reporäntan som varken gasar eller bromsar ekonomin är svårbestämd men är förmodligen låg i dagsläget och kan vara låg även på längre sikt.<sup>1</sup> För att inte överraskas av en inflationsdämpande inbromsning av ekonomin är det därför viktigt att normaliseringen görs gradvis.

Vidare noterade Skingsley att konjunkturrellt så utvecklar sig världen och Sverige positivt, och ungefär i linje med föregående prognos. Mycket analytiskt arbete kvarstår samtidigt för att förstå strukturella krafter och förändringar i både internationell och inhemsk ekonomi.

Fördjupningsrutan om de låga löneökningarna trots högt resursutnyttjande, ger viktiga pusselbitar när det gäller att förklara den låga prisutvecklingen. Därutöver behövs fördjupad analys av vad till exempel teknologisk utveckling betyder för samspelet mellan resursutnyttjande och löner, och om ändrade maktbalanser mellan arbetsgivare och arbetstagare påverkar lönebildningen. Här gäller det att vara nyfiken men ändå analytiskt försiktig, enligt Skingsley. Det som är stora strukturförändringar i enskilda branscher eller geografier kan i själva verket vara rimliga relativförändringar när resurser förflyttas från mindre till mer produktiva sektorer i ekonomin. Det behöver inte vara något som penningpolitiken bör reagera på.

Avslutningsvis tydliggjorde Skingsley att hon ställer sig bakom rapportens prognoser, analys och förslag till penningpolitik.

---

<sup>1</sup> Riksbanken justerade tidigare ned nivån på den långsiktiga reporäntan. I den penningpolitiska rapporten i februari 2017 beräknades den långsiktiga reporäntan ligga i intervallet 2,5 – 4 procent. Föregående estimat var 3,5 – 4,5 procent.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att uttala sitt stöd för den penningpolitik som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport. Återhämtningen fortsätter ungefär som väntat.

Prognosrevideringarna är små och inflationen mätt med KPIF ligger nu nära målet. Den globala finanskrisen innebar omfattande negativa ekonomiska störningar och återhämtningen har tagit lång tid. Ränteläget i flera länder är fortfarande på mycket låga nivåer relativt ett normalläge. Riksbankens penningpolitik och tillgångsköp har enligt Ingves fungerat ungefär som väntat och bidragit till stigande resursutnyttjande, ökande inflation och inflationsförväntningar.

I omvärlden fortsätter nu återhämtningen, industrikonjunkturen blir starkare och världshandeln ökar. Framtidsoptimismen ökar bland hushåll och företag enligt olika förtroendemätningar. I USA dämpades dock tillväxten något under första kvartalet i år, men förtroendeindikatorer talar för en högre tillväxt framöver. Samtidigt är osäkerheten stor om den ekonomiska politiken i vid mening. Federal Reserve höjde intervallet för styrräntan i juni och informerade att en nedtrappning av återinvesteringar av förfall i värdepappersportföljen kommer att ske gradvis och kommuniceras i god tid innan den påbörjas.

I euroområdet ökade tillväxten under första kvartalet i år jämfört med närmast föregående kvartal. Resursutnyttjandet väntas stiga gradvis under prognosperioden. De politiska riskerna har minskat något och ränteskillnaderna mellan Tyskland och flera europeiska länder har reducerats. Men det finns fortsatta risker i det finansiella systemet, påpekade Ingves. Flera banker har svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån, vilket innebär risker för återhämtningen i den reala ekonomin i euroområdet. Inte minst gäller det Italien som haft en svag ekonomisk utveckling under lång tid med svaga banker och hög statsskuld och där staten nu skjuter till kapital i samband med att banker avvecklas.

ECB behöll i juni den negativa inlåningsräntan oförändrad och fortsätter de annonserade tillgångsköpen under 2017, eller vid behov längre än så. Penningpolitiken i de stora valutaområdena, USA och euroområdet, befinner sig således i olika faser, även om den är fortsatt expansiv.

Sammantaget väntas BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) stiga från cirka 2 procent 2016 till 2,5 procent 2017. År 2018 och 2019 bedöms tillväxten bli 2,3 procent i genomsnitt. Det återspeglas också i Riksbankens bedömning av den svenska tillväxten.

I Sverige är konjunkturen fortsatt stark, fortsatte Ingves. BNP-tillväxten blev dock något svagare än väntat under första kvartalet i år. Men hushåll och företag är fortsatt optimistiska. Tillväxten i sysselsättning och arbetskraft är fortsatt hög. Många företag rapporterar brist på arbetskraft. Resursutnyttjandet är högre än normalt och förblir högt de närmaste åren. Det ökande resursutnyttjandet och framåtblickande indikatorer talar för ett stigande underliggande inflationstryck framöver. Den starka inhemska konjunkturen och ett stigande internationellt pristryck talar för att företagen lättare kan höja priserna. KPIF-inflationen bedöms stabiliseras

runt 2 procent 2019, i linje med föregående prognos. Inflationförväntningarna har stigit tydligt sedan 2015. I juni var de genomsnittliga inflationförväntningarna på fem års sikt 2,1 procent inom urvalet alla aktörer, enligt Prospera. Det bidrar till att inflationsmålet fungerar som ett trovärdigt ankare för pris- och lönebildningen, konstaterade Ingves.

Angående penningpolitiken uttalade Ingves sitt stöd för förslaget att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och prognosen att reporäntan långsamt börjar höjas i mitten av 2018. Köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2017, i enlighet med beslutet i april. Penningpolitiken är således, som i flera andra länder, mycket expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Det är viktigt att framtida räntehöjningar nu inte tas ut i förskott, betonade Ingves. Det gäller även för spekulationer om Riksbankens obligationsköp. För Riksbanken är det viktigt att hålla fast vid den penningpolitiska planen och ha beredskap att arbeta med hela balansräkningen till dess att inflationen ligger mer stabilt kring 2 procent, menade Ingves. Att inflationen kortsiktigt tangerar två procent är inte stabilt nog.

Det betyder bland annat att det är nödvändigt att hålla ett öga på den svenska växelkursen, fortsatte Ingves. En snabb kronförstärkning, till följd av exempelvis förändrad penningpolitik i stora valutaområden, innebär en risk som kräver vaksamhet från Riksbankens sida. Till det kommer att löneutvecklingen framöver är osäker. Efter den globala finanskrisen har lönerna ökat mindre än vad historiska samband mellan konjunktur och löner indikerar, både i omvärlden och i Sverige. En förklaring är sannolikt lägre produktivitetstillväxt. En annan förklaring kan vara ökad global konkurrens. Till det kommer bland annat att lönerna i Sverige påverkas av centrala löneavtal som beaktar löneutvecklingen i omvärlden och den svenska konkurrenskraften.

I prognosen är antagandet att löneökningarna fortsätter vara lägre än vad historiska samband indikerar. Visserligen beräknas lön utöver centrala avtal öka snabbare än de senaste åren men de nya löneavtalen talar för en måttlig löneökningstakt, trots den starka inhemska konjunkturen. Det går inte att utesluta möjligheten att löneökningarna blir lägre eller högre än denna prognos, men den sammantagna bedömningen är att resursutnyttjandet blir tillräckligt högt för att inflationen stiger och varaktigt blir omkring 2 procent i början av 2019.

Med tanke på att konjunkturförstärkningen pågått under en längre tid går det inte heller att utesluta risken för bakslag, enligt Ingves. Visserligen har de politiska riskerna minskat något. Men det finns exempelvis finansiella obalanser på flera håll, både i Europa och ett antal tillväxtländer, som kan bidra till störningar som spiller över på vår öppna ekonomi och vårt stora finansiella system.

Ofta inleds en konjunkturavmattning med att inflationen tar fart och centralbanken behöver kyla av ekonomin med räntehöjningar. Men vid flera tillfällen under de senaste decennierna har istället konjunkturedgången utlösts av en finansiell kris efter en längre tids uppgång i tillgångspriser och hög skuldsättning i privat sektor. BIS pekar i sin nya årsrapport på ett antal risker. Bland annat noteras att indikatorer för finansiell stress visar på risker i flera länder.



Det kan handla om tillväxtländer eller utvecklade länder som inte drabbades lika kraftigt som de mest utsatta länderna under den globala finanskrisen men därefter har dragit på sig växande finansiella obalanser. I tillväxtländer med relativt hög skuldsättning i dollar riskerar det exempelvis uppstå kraftiga rörelser i räntor och växelkurser samt minskad riskaptit, i samband med att penningpolitiken i USA blir mindre expansiv och dollarn apprecierar.

I det här sammanhanget utgör den svenska bostadsmarknaden ett särskilt kapitel, fortsatte Ingves. Den fortsätter att vara högt värderad i ett historiskt perspektiv. I maj steg bostadspriserna med en årstakt på 8,6 procent. Hushållens skulder fortsätter att öka snabbare än hushållens inkomster. Höga bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning innebär fortsatt mycket stora risker för den ekonomiska och finansiella stabiliteten i Sverige. Finansinspektionens föreslagna skärpning av amorteringsreglerna är välkommet, liksom regeringens förslag om ytterligare verktyg för makrotillsyn. Fler åtgärder behövs dock inom flera politikområden för att begränsa hushållens skulduppbyggnad och förbättra den svenska bostadsmarknaden. Det råder högsommar i den svenska ekonomin men hushållens stora lån och den svenska bostadsmarknaden är samtidigt hotande åskmoln på horisonten.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att ställa sig bakom förslagen att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och att justera upp räntebanan något.

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

Vid den senaste inflationsmätningen i maj var den årliga ökningstakten för KPIF 1,9 procent. Motsvarande mätning för april 2017 var 2,0 procent. Inflationen ligger alltså nära inflationsmålet. Junimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadsaktörer låg på 2,0 procent. Förväntningarna på två års sikt var i samma mätning 1,9 procent. I samtliga dessa fall handlar det dock om mätningar enstaka månader. Det återstår att inflationen i såväl utfall som förväntningar mer stabilt ligger på inflationsmålet innan det går att säga att målet är nått.

Även vad gäller de reala makroekonomiska storheterna är utvecklingen god, fortsatte Ohlsson. BNP-tillväxten är snabb. Enligt den penningpolitiska rapporten beräknas BNP (kalenderkorrigerat) växa med 2,5 procent under både 2017 och 2018. Det är höga tal i historisk jämförelse. Utfallet för det första kvartalet 2017 var dock inte så starkt som många väntat. Här är det viktigt att komma ihåg att det fortlöpande sker revideringar av nationalräkenskaperna, påpekade Ohlsson. Preliminära utfall ändras. Vi känner ännu inte det slutliga utfallet för det första kvartalet 2017.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I maj låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,2 procent. Det är 0,4 procentenheter lägre än samma månad ett år tidigare. Den senaste

arbetskraftsundersökningen (AKU) visar också på en fortsatt minskande arbetslöshet. I maj 2017 låg arbetslösheten på 7,2 procent (ej säsongrensad). Det är nära en halv procentenhet lägre än samma månad föregående år. Slutsatsen av de två arbetslöshetsciffrorna är att förbättringarna inte enbart kommer de starkaste till del. Utvecklingen är glädjande, att få ett arbete har inte bara kortsiktiga effekter utan kan påverka ett helt arbetsliv. Enligt Ohlsson ligger dock arbetslösheten fortfarande på en för hög nivå.

Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar på en ökande brist på arbetskraft. Antalet lediga platser ökar enligt statistik från både Arbetsförmedlingen och SCB. Här är det viktigt att påpeka att en ledig plats inte nödvändigtvis innebär att arbetsuppgiften inte blir utförd. De flesta lediga platserna är inte nödvändigtvis vakanser. I de flesta fall utförs arbetsuppgifterna av vikarier, bemanningsföretag och liknande. Detta visar på att det finns en flexibilitet i arbetsutbudet. Den fria rörligheten inom EU innebär också ett ökat utbud av arbetskraft på den svenska arbetsmarknaden. Det är därför inte uppenbart anmärkningsvärt att den ökande arbetskraftsefterfrågan inte har lett till löneinflation.

Världshandeln med varor har under 2017 ökat jämförelsevis snabbt efter en i historiskt perspektiv långsam ökning under 2016. För en liten öppen ekonomi som den svenska – som är starkt beroende av utvecklingen i omvärlden i allmänhet och handel i synnerhet – är detta givetvis mycket viktigt, menade Ohlsson.

Slutsatsen av utvecklingen för de reala indikatorerna är att det samlade resursutnyttjandet i den svenska ekonomin nu har passerat normala nivåer och kan förväntas bli än högre de kommande åren. Enligt Ohlsson behöver detta i sig inte vara en restriktion för den nuvarande penningpolitiken. I det rådande ekonomiska läget, när inflationen ligger under målet, finns det enligt honom ingen målkonflikt mellan real ekonomisk aktivitet och inflation. Vad är det som kan inträffa i denna situation? Högre inflation? Ja, men det är ju just detta som Riksbanken strävar efter tills inflationsmålet är uppnått.

Ohlsson konstaterade avslutningsvis att inflationen fortfarande ligger under inflationsmålet. Detta talar för fortsatt expansiv penningpolitik. Samtidigt finns det enligt Ohlsson uppenbara risker med att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Det handlar om att väga fördelarna med olika penningpolitiska alternativ mot nackdelarna. Ohlssons penningpolitiska slutsatser är att reporäntan bör hållas oförändrad och att justera upp räntebanan något. Han ställde sig också bakom den penningpolitiska rapporten.

### §3. Diskussion

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde diskussionen med att konstatera att han vid aprilmötet reserverade sig mot utökade köp av statsobligationer. Han ville poängtera att han delade Flodéns åsikt och att han således även skulle ha reserverat sig om aprilförslaget istället lagts fram vid dagens möte.

Riksbankschef **Stefan Ingves** hänvisade till Flodéns konstaterande att stigande marknadsräntor till följd av förväntningar om tidigare framtida räntehöjningar kan medföra en nedåtpress på inflationen, vilket således kan medföra att reporäntan höjs senare. Därför är det enligt Ingves viktigt att ha klart för sig att räntebanan är Riksbankens bästa bedömning av den ränteutveckling som krävs för att klara inflationsmålet.

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

Direktionen beslutade

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

## §5. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 4 med motivering i ett pressmeddelande tisdagen den 4 juli 2017 kl. 9.30, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 18 juli 2017 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Sophie Brauner

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley





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