



# Penningpolitiskt protokoll

Februari 2020



# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 11 februari 2020 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan oförändrad på noll procent.*

Den ekonomiska utvecklingen både globalt och i Sverige har i stora drag varit i linje med Riksbankens prognos i december. Konjunkturer har visat tecken på att stabiliseras, men samtidigt har det nya coronaviruset bidragit till osäkerhet. Till följd av epidemin har tillväxten i omvärlden, framför allt i Kina, reviderats ned på kort sikt, men det är än så länge svårt att förutspå omfattningen av de ekonomiska konsekvenserna.

Svensk ekonomi har mattats av från en aktivitetsnivå som varit högre än normalt till ett mer normalt konjunkturläge och inflationen har legat nära inflationsmålet på 2 procent under en längre tid. Den ovanligt milda vintern och lägre oljepriser bidrar till fallande energipriser, vilket håller nere inflationen 2020. Flera ledamöter ansåg att det finns goda skäl att betrakta nedgången i energipriser som tillfällig. Olika mått på underliggande inflation tyder på att den mer varaktiga inflationen fortsatt är strax under 2 procent. Detta talar för att inflationen kommer att vara nära 2 procent när effekterna av låga energipriser klingar av.

Direktionen konstaterade att konjunktur- och inflationsutsikterna är ungefär desamma som i december och var eniga i beslutet att, i linje med prognosen från december, behålla reporäntan oförändrad på noll procent. Givet det låga ränteläget globalt och den osäkerhet som finns kring konjunktur- och inflationsutvecklingen bedömer direktionen att det är lämpligt att ha en fortsatt låg styrränta även i Sverige. Med en reporänta på noll procent de kommande åren och Riksbankens omfattande köp av statsobligationer ger penningpolitiken fortsatt stöd åt konjunkturer och bidrar till att inflationen kan vara nära målet även framöver.

Direktionen betonade att penningpolitiken kommer att fortsätta anpassas om förutsättningarna förändras. Flera ledamöter menade dock att positiva inflationsövertäckningar inte nödvändigtvis skulle behöva innebära att räntan höjs tidigare än i Riksbankens prognos.

Direktionen diskuterade också vilka möjligheter Riksbanken har att agera i händelse av en ekonomisk kris. Ledamöterna konstaterade att man har fortsatt god beredskap. Givet det låga ränteläget i omvärlden går det inte att utesluta att reporäntan även i framtiden kan komma att bli negativ men flera ledamöter betonade även möjligheten att på olika sätt använda Riksbankens balansräkning i detta sammanhang. Man poängterade också att vilka penningpolitiska verktyg som är lämpliga även beror på orsaken till en nedgång samt hur andra politikområden agerar.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 1

DATUM: 2020-02-11  
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  
Cecilia Skingsley  
Anna Breman  
Martin Flodén  
Per Jansson  
Henry Ohlsson  
---  
Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige  
Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige  
---  
Mattias Ankarhem  
Vesna Corbo  
Hans Dellmo  
Charlotta Edler  
Mattias Erlandsson  
Eva Forsell  
Pia Fromlet  
Anders Gånge  
Jesper Hansson  
Marie Hesselman  
Maria Kindborg  
Petra Lennartsdotter  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Åsa Olli Segendorf  
Maria Sjödin  
Anders Vredin  
Fredrik Wallin (§ 1-3a)  
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3a)

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Pia Fromlet skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

### Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

**Carl-Fredrik Pettersson**, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det förra penningpolitiska mötet har marknaderna präglats av oro kring spridningen av det nya coronaviruset. Detta har pressat marknaderna men samtidigt har utfall för ekonomiska data varit starkare än väntat. Bland annat är den amerikanska arbetsmarknaden fortsatt stark och företagens vinstförväntningar relativt stabila. Förbättrade handelsrelationer mellan USA och Kina, genom den så kallade "Fas 1"-överenskommelsen, samt finanspolitiska åtgärder i Kina för att motverka en sämre utveckling till följd av coronarelaterad nedstängning av produktion har bidragit positivt till utvecklingen på börserna. Sammantaget är borsindex något högre nu än vid det penningpolitiska mötet i december, framför allt i utvecklade länder. Mot bakgrund av en större osäkerhet om tillväxten och högre oro överlag har dock efterfrågan på säkrare tillgångar ökat vilket har pressat ned statsobligationsräntor i bland annat USA och Tyskland.

Ett flertal centralbanker har sedan det penningpolitiska mötet i december lämnat räntebesked som har varit ungefär i linje med marknadens förväntningar. Beskedet från den amerikanska centralbanken (Federal Reserve) uppfattades som något mjukt. Marknaden uppfattade exempelvis centralbanken som mindre bekväm än vad man tidigare bedömt med en inflation under målet. Spridningen av det nya coronaviruset noterades som en riskfaktor som man dock ännu inte har tagit hänsyn till i sina prognoser. Den europeiska centralbankens (ECB) senaste möte gav inte upphov till några större reaktioner på de finansiella marknaderna. Kommunikationen från ECB avseende de ekonomiska utsikterna uppfattades dock som något mer positiv än tidigare och efter mötet har ECB-chefen Lagarde gett uttryck för att utrymmet för fler räntesänkningar är begränsat.

Spridningen av coronaviruset har hittills berörts försiktigt i kommunikationen från centralbankerna. Det har däremot skett ett tydligt skifte i marknadens penningpolitiska förväntningar avseende de stora centralbankerna med tilltagande förväntningar om räntesänkningar framöver till följd av smittspridningen och dess ekonomiska följdverkningar.

Förväntningar om lägre tillväxt under det första kvartalet i år i framför allt Kina, men även globalt, har också medfört lägre priser på råvaror som metaller och olja. Förväntningar om en kraftigt minskad efterfrågan på olja har gjort att OPEC föreslagit neddragning av produktionen samt en förlängning av de nuvarande produktionsbegränsningarna från mars till december i år.

Vad gäller den svenska penningpolitiken så förväntar sig marknadsaktörer i mycket hög grad att direktionen i dag beslutar att lämna reporäntan oförändrad på noll procent. Marknaden har uppfattat den penningpolitiska kommunikationen som tydlig i den riktningen. Såväl terminsprisättning som analytikerprognoser och enkätsvar indikerar också att reporäntan efter dagens beslut ligger still på noll procent under en utdragen period, i linje med Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i december.

Den något större osäkerheten globalt har sannolikt varit en bidragande orsak till att den svenska kronan har försvagats något sedan det penningpolitiska mötet i december.

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

**Jesper Hansson**, chef för avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för den prognos som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 29 januari och 3 februari. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett möte med direktionen den 5 februari.

Hansson inledde med att redogöra för de frågor som diskuterats särskilt ingående under beredningen. En fråga har varit huruvida den globala konjunkturen står på fastare mark. Förtroendeindikatorer har varit stabila med ett visst uppsving de senaste månaderna. Stämmingsläget på de finansiella marknaderna ser också något ljusare ut, vilket kan bero på framsteg i handelsförhandlingarna mellan USA och Kina.

En annan fråga har varit det nya coronavirusets effekter som i dagsläget är svåra att uppskatta. BNP-tillväxten för Kina är tydligt nedreviderad första halvåret 2020, men även Europa och USA påverkas av produktionsstopp och leveransproblem inom industrin. Mot slutet av året antas effekten ha klingat av, men tillväxten för global BNP bedöms bli cirka en tiondel lägre 2020. Osäkerheten är dock stor.

En tredje fråga har gällt två fördjupningar i utkastet till penningpolitisk rapport. Den ena fördjupningen handlar om att beräkningsmetoderna för inflationen i olika europeiska länder skiljer sig åt. Skillnaderna tycks vara betydande vilket illustrerar vikten av ytterligare internationell samordning av beräkningsmetoderna mellan länderna. Resultaten i fördjupningen innebär inte att Riksbankens inflationsmål borde ändras eller att Riksbanken borde bedrivit en annan penningpolitik. Den andra fördjupningen handlar om hur finansiella förhållanden i Sverige kan mätas. Ett index för finansiella förhållanden indikerar att dessa blivit mer expansiva sedan

hösten 2018 trots två höjningar av reporäntan. Två viktiga anledningar till detta är mer expansiva förhållanden i omvärlden och Riksbankens nedjustering av prognosen för reporäntan.

I euroområdet har det skett en viss stabilisering av inköpschefsindex för tillverkningsindustrin det senaste halvåret, även om nivån på indexet alltjämt tyder på negativ tillväxt i industrin. I USA steg motsvarande index tydligt i januari till nivåer som indikerar tillväxt. Även i tjänstesektorn har inköpschefsindex för euroområdet och USA stabiliserats och vänt upp något och ligger på nivåer som fortsatt indikerar tillväxt i tjänstesektorn. Preliminära utfall för BNP-tillväxten fjärde kvartalet i euroområdet blev något svagare än väntat och även industriproduktionen var svag. Indikatorer för tillväxten tyder dock på en lite starkare utveckling framöver. Tillväxten i USA kom in i linje med förväntan. Liksom flera andra prognosmakare bedömer Riksbanken att tillväxten i omvärlden de kommande åren kommer att vara hygglig.

Det finns såklart risker till konjunkturutvecklingen. En sådan är den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina som visserligen minskat något i och med den senaste tidens framgångar i handelsförhandlingarna, men också risken för nya eller utökade tullar på amerikansk import från EU. Det kvarstår också osäkerhet om den framtida relationen mellan Storbritannien och EU, vilket kan påverka omvärldskonjunkturen. Och inte minst är konsekvenserna av det nya coronaviruset mycket svåra att uppskatta i dagsläget.

Konjunktursikterna i Sverige fortsätter att präglas av ett dämpat stämningsläge bland företag och hushåll. De senaste månaderna har förtroendet ändå stigit något, precis som i omvärlden. I Sverige är hushållens förtroende anmärkningsvärt lågt. Månadsutfall för hushållens konsumtion till och med december visar däremot på en stark utveckling under fjärde kvartalet 2019 jämfört med samma period året före. Produktionen i näringslivet har bara ökat svagt under 2019.

Prognoserna för både BNP-tillväxten och sysselsättningen är i princip oförändrade jämfört med bedömningen i december. Sysselsättningen ökade starkt fram till 2018 då sysselsättningsgraden nådde höga nivåer. Sysselsättningsgraden har därefter planat ut och väntas ligga kvar på en hög nivå under prognosperioden. Svensk ekonomi gick in i en lugnare fas andra halvåret 2018 och även den närmaste tiden framöver väntas tillväxten bli måttlig. Mot slutet av året väntas en starkare offentlig konsumtion och en stabilisering i bostadsinvesteringarna bidra till att tillväxten gradvis stiger.

I december uppmättes KPIF-inflationen till 1,7 procent, vilket var marginellt lägre än bedömningen i december. Elpriserna har dock fallit kraftigt i början på året. Det beror främst på att vädret varit mycket varmare än normalt samtidigt som det har blåst ovanligt mycket. Valfyllda vattenmagasin trycker dessutom ner terminspriserna och elpriserna väntas vara låga hela året. Även oljepriset har fallit en del och de låga energipriserna väntas dämpa inflationen 2020.

Prognosen för KPIF-inflationen är nedreviderad till 1,3 procent i genomsnitt 2020, betydligt lägre än 1,7 procent som var bedömningen i december. Prognosen är inte ändrad från och med 2021 då inflationen gradvis stiger mot 2 procent. Olika mått på underliggande inflation ligger nära men något under 2 procent.

Hansson underströk avslutningsvis att det framlagda prognosförslaget bygger på den penningpolitik som vid dagens penningpolitiska möte förväntas samla en majoritet i direktionen. Inflationen och svensk konjunktur utvecklas ungefär som förväntat. Antagandet är därför att reporäntan idag lämnas oförändrad på noll procent och att reporäntebanan ligger kvar på noll procent under nästan hela prognosperioden, liksom i decemberprognosen. I prognosen ligger också att Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer för 15 miljarder kronor per halvår under 2020 enligt beslutet i april 2019.

### **§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken**

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

Vid det penningpolitiska mötet i december förra året beslutade vi att höja reporäntan till noll. Vår prognos då var att reporäntan mest sannolikt skulle hållas kvar på den nivån under en ganska lång tid framöver. Utvecklingen efter decembermötet ger inte anledning att ändra bedömningen av penningpolitikens lämpliga inriktning. Jag stödjer därför förslaget att idag lämna reporäntan oförändrad på noll procent. Jag stödjer även de övriga penningpolitiska planer och prognoser som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Till att börja med vill jag notera att räntehöjningen i december hittills har fungerat väl. Eftersom räntehöjningen var väntad blev marknadsreaktionerna små. Utlåningsräntor har stigit marginellt men kronan har försvagats. De flesta aktörerna har ungefär samma prognos som Riksbanken för penningpolitiken de kommande åren. Styrrentan förväntas alltså förbli låg. Penningpolitiken är fortsatt expansiv. Jag håller fast vid min bedömning från december att en utebliven räntehöjning vid det mötet hade riskerat att medföra en oönskad volatilitet och osäkerhet. Penningpolitiken skulle i så fall ha blivit expansiv på ett sätt som varken skulle ha gynnat inflationsutvecklingen eller den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige.

Låt mig nu kommentera den internationella och svenska ekonomiska utvecklingen efter vårt senaste penningpolitiska möte. De internationella konjunkturindikatorerna har huvudsakligen bekräftat den bild vi hade i december. Signalerna från tillverkningsindustrin, särskilt i Europa, är fortsatt ganska svaga men har stabiliserats eller stigit något. Tjänstesektorerna håller emot bättre och arbetsmarknaderna, särskilt i USA, fortsätter att utvecklas starkt. Inflationstrycket förblir



svagt. Sammantaget tyder detta liksom tidigare på att den internationella konjunkturen mattas av till ett ganska normalt läge de kommande åren, och på att penningpolitiken behöver förbli expansiv för att hålla inflationen uppe.

De förbättrade handelsrelationerna mellan USA och Kina är en ljusglimt som dock överskuggas av det nya coronaviruset. Det är förstas svårt att ha en uppfattning om hur stora och långvariga de ekonomiska effekterna av viruset blir i Kina. Och det är ännu svårare att ha en uppfattning om vilka konsekvenserna blir för den svenska ekonomin, och vilka eventuella penningpolitiska reaktioner som kan bli lämpliga. Jag ser ingen anledning att idag anpassa svensk penningpolitik till den här utvecklingen.

Även i Sverige har konjunkturindikatorerna varit i linje med våra bedömningar från december. Förtroendeindikatorer har stärkts, särskilt i tillverkningsindustrin. Det bekräftar bilden av att vi inte rör oss mot en lågkonjunktur utan att ekonomin mattas av till ett normalt resursutnyttjande. Man kan förstas misstänka att förtroendet framöver kommer att dämpas av oron för coronavirusets konsekvenser, men de högfrekventa rörelserna på de finansiella marknaderna ger ännu inget tydligt stöd för sådana farhågor.

Det fortsatt svaga inflationstrycket är en annan orosfaktor. Den underliggande inflationen i december, mätt med KPIF exklusive energi, blev marginellt lägre än vår prognos. De senaste årens kronförsvagning har bidragit till högre inflation men genomslaget förefaller ändå ha varit begränsat. Med tanke på att kronan nu verkar förbli svag bör det finnas ett uppdämt behov av att höja priserna i handeln.

Den större överraskningen i inflationen rör energipriserna och främst elpriserna. På grund av det varma vädret är elpriserna betydligt lägre än normalt, och detta väntas hålla nere KPIF-inflationen ganska påtagligt de kommande månaderna.

I vanliga fall kan penningpolitiken lätt bortse från tillfälliga svängningar i energipriserna. Men det är inte helt lätt att bortse från låga energipriser när inflationstrycket redan är svagt och när vi har en historik av för låg inflation. Jag litar inte på att förtroendet för inflationsmålet är helt återställt. Risken är att låga energipriser sätter ytterligare nedåtpress på inflationsförväntningarna och därmed även på den underliggande inflationen. För att minska den här risken skulle det vara önskvärt med en inflation som väntas utvecklas lite starkare än i vår prognos. Men penningpolitiken och de finansiella förhållandena är redan expansiva, och styrräntan är nära sin effektiva nedre gräns. Jag ser inget enkelt sätt att under ordnade former se till att inflationen blir lite högre så att den här risken minskas.

Huvudscenariot är trots allt att KPIF-inflationen hålls nere tillfälligt i år men rör sig tydligt mot målet under nästa år. Jag menar att vi därför bör hålla fast vid den penningpolitiska planen från december. Planen innebär att styrräntan kommer att vara mycket låg under hela prognosperioden. Det kommer att krävas stora förändringar i inflationstrycket innan det uppstår ett behov av att höja räntan från dagens nivå. Om inflationen utvecklas svagare än i vår prognos kan penningpolitiken behöva göras mer expansiv, till exempel genom att sänka räntan tillbaka till -0,25 procent. Om det istället är konjunkturen som utvecklas svagare än i vår prognos finns det goda förutsättningar att bedriva en mer expansiv finanspolitik.

### **Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:**

Jag ställer mig bakom förslaget till ny penningpolitisk rapport, att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrad och att fortsätta de obligationsköp som planeras under 2020 enligt tidigare beslut.

Sedan decembermötet har omvärldsekonomin fortsatt att uppvisa mer stabiliserande tecken, sett till både förtroendeindikatorer och statistik över den ekonomiska aktiviteten. Fjölårets inbromsning har med andra ord inte fortsatt mot en lågkonjunktur, och en del statistik indikerar återhämtning. En ny och svårbedömd riskfaktor när den internationella ekonomin ska bedömas är emellertid utbrottet och spridningen av det så kallade coronaviruset. Det är troligt att olika typer av produktionsstopp, transportstörningar och därmed produktbrister får spridningar inom olika globala varukedjor under innevarande och kommande kvartal.

Att tolka statistik från makroekonomin och även bolagens rapportering kan därför bli extra knepigt framöver. Kortvariga stopp är mer att betrakta som utbudsstörningar som orsakar tillfälliga effekter och förmodligen återställs senare. Men statistiken och bolagsrapporter kan också komma att uppfattas som mer varaktiga tecken på konjunkturedgång med oro på finansmarknaderna som följd. Prognoserna i Riksbankens penningpolitiska rapport tar som en följd av viruset in en viss dämpning av tillväxten i Kina och att det medför ekonomiska spridningseffekter till omvärlden. Ytterligare prognosjusteringar kan emellertid behöva ske längre fram när bilden klarnar.

Riksbankens räntehöjning i december var väntad och blev, sett till marknadsreaktioner och konjunkturförlopp, en relativt odramatisk händelse. Mot bakgrund av räntehöjningen i december vill jag ta tillfället att lyfta fram det nya index för finansiella förhållanden som har tagits fram på Riksbanken och beskrivs dels i utkastet till penningpolitisk rapport och dels presenteras i detalj i ett så kallat staff memo.

När det gäller förändringar av Riksbankens reporänta är uppmärksamheten ofta stor i det svenska samhället och åsikterna många. De finansiella förhållandena som svenska hushåll och företag möter bestäms emellertid av många fler faktorer än den förda penningpolitiken. Ett exempel på det här är att trots två räntehöjningar, i december 2018 och december 2019, så bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara mer expansiva nu jämfört med hösten 2018. Skälen till att det kan bli så är mer expansiva finansiella förhållanden utomlands som påverkar Sverige, samt direktionens nedjusterade prognoser för framtida reporänta. Att de finansiella förhållandena i sin helhet kan förstärka eller försvaga konjunkturutsikterna är en viktig faktor när man diskuterar vad som är en lämplig penningpolitik framåt.

I Sverige har inte så mycket ny ekonomisk statistik inkommit sedan decembermötet. Stabiliseringen inom tillverkningsindustrin i omvärlden har smittat av sig på svenska förtroendemätningar, och humöret hos svenska aktörer är ju som vanligt starkt influerat av omvärlden. Ett inflationsutfall har inkommit sedan förra mötet, närmare bestämt för december månad. Det visade en inflation mätt som KPIF på 1,66 procent vilket var 5 hundradelar lägre än väntat. De olika måtten Riksbanken använder för att bedöma underliggande inflation, visade dock en oförändrad median på 1,8 procent.

Från detta övergår jag till min penningpolitiska bedömning. Tillväxten i Sverige väntas bli lite högre jämfört med tidigare bedömning. Samtidigt är inflationsutsikterna nedreviderade för de kommande månaderna. Under 2020 väntas lägre energipriser, särskilt elpriserna, hålla tillbaka inflationen, vilket framgår till exempel i Diagram 1:4 i utkastet till penningpolitisk rapport. Dessa lägre energipriser kommer driva ned inflationen mätt som KPIF till 1,2 procent i slutet av det här året. Samtidigt väntas inflationen exklusive energipriser bli kvar nära 2 procent, närmare bestämt som lägst 1,7 procent. Under förutsättning att makroekonomin i stort utvecklas ungefär som väntat ser jag sammantaget goda förutsättningar för att det inflationsförlopp jag nyss beskrev kan passera utan att penningpolitiken behöver ändras.

Prognosen för framtida reporänta innebär att den är oförändrad under nästan hela prognosperioden, för att sedan börja höjas försiktigt. Skulle utsikterna förbättras mer än prognos, inklusive att inflationen når 2 procent snabbare än väntat, behöver direktionen ta ställning till om det är motiverat med en högre ränta tidigare än vad som impliceras i den nuvarande räntebanan.

För min del behöver det vara uppenbart att inflationen går över 2 procent för att jag ska stödja en tidigare höjning än den som nu prognostiseras. Min mer exakta preferens gällande penningpolitiken kommer förstås bero på varför inflationen stiger snabbare än väntat. Så jag vill här utveckla resonemanget med ett exempel.

Eftersom den väntade energiprisnedgången de närmaste månaderna inte är skäl för mig att argumentera för en annan penningpolitik än den föreslagna skulle inte en energiprisuppgång som pressar inflationen högre än 2 procent vara skäl för en annorlunda penningpolitik heller. Det är först om måtten för underliggande inflationstryck tydligt går över 2 procent som jag ser skäl att stödja en tidigare lagd räntehöjning än vad som ligger i den aktuella räntebanan.

Uppstår den omvända situationen, det vill säga att ekonomin utvecklas sämre än vad som är förenligt med prognoserna, kan direktionen såväl sänka styrräntan som vidta andra åtgärder för att stödja efterfrågan och värna inflationsmålet.

Avslutningsvis vill jag säga att det är den samlade ekonomiska politiken som utövar inflytande över ekonomins utbuds- och efterfrågeförhållanden. Om de internationella utsikterna försämrats finns risken för ett sämre tillväxtförlopp också i Sverige. Att det finns verkansförmåga i en ny potentiell fas av penningpolitisk expansion betyder inte att det är den bästa medicinen. De problem som världsekonomin brottas med idag är i hög grad strukturella och kan inte enbart avhjälpas med penningpolitik, utan möjligen tillfälligt lindras.

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

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid noll. Jag ställer mig också bakom förslaget till en räntebana som är horisontell ett par år framåt.

Jag börjar med att diskutera de internationella förutsättningarna. Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms under 2020 uppgå till 1,9 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2021 är prognosen marginellt uppreviderad till 2,1 procent. För 2022 är prognosen oförändrad 2,0 procent.

Den KIX-vägda inflationen bedöms enligt utkastet till penningpolitisk rapport bli 1,9 procent under 2020. Prognosen är något uppreviderad jämfört med den föregående penningpolitiska rapporten. Prognosen för 2021 är oförändrad på 1,9 procent medan den för 2022 också är oförändrad på 2,1 procent. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden vara noll under 2020, 2021 och 2022.

Min samlade bedömning av den internationella utvecklingen är att tillväxten kommer att vara på hyggliga nivåer under de kommande åren. Inflationen kommer i de flesta fall vara nära respektive inflationsmål och styrräntorna kommer att vara mycket låga framöver. Jämfört med bedömningen i december 2019 är inte prognosförändringarna särskilt stora. Det förtjänar också att påpekas att index på de viktiga börserna har stigit sedan december.

Så över till Sverige. KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i december låg den årliga ökningstakten för KPIF på 1,7 procent. De två mått på underliggande inflation som visat sig ha de bästa egenskaperna i en riksbanksstudie låg i november på 1,8 procent respektive 2,0 procent.<sup>1</sup> Jag noterar också att det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen ligger på 1,7 procent. Måluppfyllelsen är fortfarande god! Även om inflationsförväntningarna sjunkit en del i de senaste mätningarna anser jag att de fortsatt är väl förankrade.

SCB rapporterade under hösten 2019 att data i Arbetskraftsundersökningarna hade varit felaktiga med början från juli 2018. Visserligen har SCB återkommit med reviderade data men dessa är mycket osäkra. Vad gäller arbetslöshet finns det dock tillförlitlig annan statistik att tillgå nämligen den från Arbetsförmedlingen.

Enligt den senaste statistiken från Arbetsförmedlingen var antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 7,4 procent i december 2019. Det är något högre än motsvarande månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 7,0 procent. För inrikes födda låg arbetslösheten i december på 4,1 procent att jämföra med 3,7 procent ett år tidigare. Motsvarande siffror för utrikes födda var 19,9 procent i december, ner från 20,0 procent ett år tidigare. Med andra ord högre arbetslöshet för inrikes födda, lägre för utrikes födda.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I december 2019 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 3,3 procent. Det är högre än samma månad ett år tidigare då andelen låg på 2,8 procent.

Arbetslösheten är enligt min mening för hög och den ökning som vi nu ser är inte önskvärd. Det är i och för sig glädjande att arbetslösheten bland utrikes födda har gått ner något under det gångna året. Men fortfarande är arbetslösheten bland utrikes födda för hög, den ekonomisk-politiska utmaningen är att få ner arbetslösheten för dem. Enligt min mening handlar det i första hand om arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker de arbetslösas humankapital och sänker kostnaderna för att anställa dem. Den allmänna efterfrågepolitiken kan understödja men inte ha huvudansvaret.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden: Min utgångspunkt är att penningpolitiken inte kan få styras av att inflationen enstaka månader

---

<sup>1</sup> Jesper Johansson, Mårten Löf, Oliver Sigrist och Oskar Tysklind, 2018, "Mått på underliggande inflation i Sverige", Ekonomiska kommentarer Nr 11 2018, Sveriges Riksbank.

varierar några tiondelar hit eller dit kring 2 procents inflation. Inflationen har under en längre tid varit kring målet på 2 procent såväl i utfall som i förväntningar.

Vid det senaste penningpolitiska mötet i december 2019 höjdes reporäntan med 0,25 procentenheter till noll. Jag ska inte sticka under stol med att jag var mycket nöjd med det beslutet. Erfarenheterna av att ha en negativ styrränta och oron över vad ekonomins aktörer kan komma att göra om den negativa styrräntan uppfattas som permanent leder mig till slutsatsen att det är en god idé att inte ha en negativ styrränta om man inte nödvändigtvis behöver ha det.

Min slutsats är därför att anser jag att det vid detta penningpolitiska möte är lämpligt att ligga kvar på en reporänta på noll procent. Även efter en inbromsning uppvisar den svenska ekonomin en aktivitet som ligger kring det historiska medelvärdet. Och inflationen är nära målet både i utfall och förväntningar. Jag stöder också förslaget att hålla räntebanan horisontell ett par år framåt i tiden. Förslaget till räntebana pekar på en enda räntehöjning alldeles vid prognosperiodens slut.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid noll. Jag ställer mig också bakom förslaget till en räntebana som är horisontell ett par år framåt. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

### **Vice riksbankschef Anna Breman:**

Jag vill börja med att säga att jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan på noll procent. Jag stödjer också reporäntebanan och prognoserna som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

I december reserverade jag mig mot en räntehöjning då ekonomisk statistik indikerade att svensk ekonomi fortfarande befann sig i en nedgångsfas. Jag var samtidigt tydlig med att jag önskade se en räntehöjning under våren 2020 givet att vi då hade sett en stabilisering i konjunkturen. Jag framförde också att jag kan tänka mig ytterligare ungefär en räntehöjning under prognosperioden än vad som avspeglades i reporäntebanan, men att detta var beroende av att vänta med en första räntehöjning tills dess att konjunkturen har stärkts. Global ekonomi präglas fortfarande av stor osäkerhet och risk för bakslag och både inhemskt och globalt inflationstryck är fortfarande dämpat. I ljuset av detta är den föreslagna reporäntebanan en väl avvägd bedömning.

Sedan det penningpolitiska mötet i december har finansmarknaderna präglats av tvära kast då både geopolitisk oro och det nya coronaviruset har utlöst fallande börser och nedgång i marknadsräntor den ena dagen för att snabbt vända åt andra hållet dagen efter. För oss är det

viktigt att ta hänsyn till nya risker samtidigt som vi följer den underliggande utvecklingen i realekonomin nära. Vi har dock relativt lite ny statistik sedan det förra mötet. Inflationen har kommit in i linje med förväntan, strax under 2 procent. Svensk arbetsmarknad har inte heller bjudit på några stora överraskningar. Handelshinder och global oro har satt spår i tillverkningsindustrin medan motståndskraften i tjänstesektorn består. Samtidigt har ett flertal framåtblickande indikatorer, både i Sverige och i vår omvärld, utvecklats positivt. Det gör att jag känner lite större tillförsikt inför att konjunkturen kommer att stabiliseras under året.

Jag vill dock betona att jag ser en risk att vi underskattar hur mycket som kan ske i Sverige och i vår omvärld som påverkar svensk ekonomi och inflationstrycket under kommande år. Som alltid kan den ekonomiska utvecklingen bli både sämre eller bättre än i prognosen och föranleda en annan inriktning på penningpolitiken.

Låt mig börja med att kommentera behovet av en hög beredskap om svensk ekonomi står inför en sämre utveckling. Det finns en omfattande oro i Sverige och i många andra länder att centralbanker kommer ha svårt att motverka en ny kris. Styrräntor är redan låga i många länder och flera centralbanker har redan gjort betydande köp av obligationer för att stödja den ekonomiska utvecklingen. Jag tycker att det är viktigt att vi tar denna oro på allvar. Jag vill därför belysa vad jag anser att Riksbanken har för möjligheter att stimulera svensk ekonomi i en nedgång. Innan jag går vidare vill jag understryka att typen av åtgärder kommer att vara beroende av vilken typ av chock som utlyser en nedgång i ekonomin. Det jag nämner som potentiella verktyg ska därför inte ses som ett löfte att tillämpa som åtgärder vid en kris.

De djupaste recessionerna härstammar ofta från finanskriser. I en krissituation är det i praktiken svårt att särskilja mellan vad som är stöd för finansiell stabilitet och vad som är penningpolitik då finanskriser tenderar att ha djupa realekonomiska effekter med fallande tillväxt, stigande arbetslöshet och lägre inflation. En ny studie från Riksbanken visar att den kombination av olika former av likviditetsstöd och räntesänkningar som gjordes i samband med finanskrisen 2008 bidrog till att svensk ekonomi återhämtade sig snabbare än många andra länder.<sup>2</sup> Riksbanken har fortsatt mycket god beredskap och möjlighet att agera kraftfullt vid finansiell instabilitet, exempelvis genom likviditetsstöd till finansiella institut.

Utöver likviditetsstöd för att motverka finansiell instabilitet har Riksbanken fyra huvudsakliga penningpolitiska verktyg att ta till vid en betydande nedgång i svensk ekonomi: lägre styrränta, köp av obligationer, lån till företag via bank och valutainterventioner. Utöver detta kan verbal kommunikation, så kallad "forward guidance" användas, potentiellt i kombination med övriga

---

<sup>2</sup> Se Riksbanksstudien "Riksbankens åtgärder under den globala finansiella krisen 2007–2010", februari 2020.

åtgärder. Notera att jag talar om åtgärder vid en allvarlig kris och inte en mild nedgång i konjunkturen.

Om utvecklingen i Sverige skulle bli väsentligt sämre än i vårt huvudscenario anser jag att en tydlig expansion av vår balansräkning ligger närmare till hands än att återigen införa en ännu mer negativ styrränta än vad vi har haft under de senaste åren. Att återigen sänka reporäntan under noll är möjligt – det är viktigt att noll inte ses som en nedre gräns. Det finns dock en funktionell nedre gräns för hur negativ reporäntan kan vara innan transmissionsmekanismen försämras. Jag anser därför att vi bör vara försiktiga med att återinföra negativ styrränta och att effekterna av detta behöver vägas mot för- och nackdelar med utökade obligationsköp och andra penningpolitiska verktyg.

Idag vill jag lyfta fram statistik som belyser möjligheten att använda obligationsköp som penningpolitiskt verktyg. Det finns ett antal svåra övervägningar som behöver ske i god tid innan denna typ av åtgärd tillämpas. Viktigast är att betona att vad som har utlöst en recession skulle påverka omfattning och typ av obligationer som är lämpliga att köpa. Hur andra politikområden agerar, som storlek och inriktning på eventuella finanspolitiska stimulanser, kommer också vara viktigt för att avgöra hur mycket och vad Riksbanken bör göra i en sådan situation.

Riksbankens innehav av nominella och reala statsobligationer uppgick i slutet av januari till knappt 340 miljarder kronor. Det motsvarar cirka 45 procent av den utestående stocken utgivna i kronor och cirka 7 procent av BNP. Detta kan jämföras med ECB som har köpt cirka 30 procent av stocken av utestående statsobligationer. Det motsvarar dock cirka 18 procent av BNP i euroområdet. Utöver statsobligationer har ECB även köpt obligationer utgivna av den offentliga sektorn, säkerställda obligationer, företagsobligationer och värdepapper med bakomliggande tillgångar.<sup>3</sup> Totalt motsvarar ECB:s köp av obligationer mer än 20 procent av euroområdets BNP.<sup>4</sup> I USA motsvarade Feds obligationsköp efter finanskrisen som mest 24 procent av BNP.

En viktig skillnad mellan Sverige, euroområdet och USA är att den svenska statskulden är liten i förhållande till BNP. Det sätter en gräns för hur omfattande köp av statsobligationer som är lämpligt att göra i penningpolitiskt syfte. Riksbanken har liksom ECB dock möjlighet att bredda tillgångsköpen till andra typer av obligationer. Stocken av svenska säkerställda obligationer (bostadsobligationer) utgivna i svenska kronor är knappt 2000 miljarder kronor, vilket är mer än dubbelt så stor som den utestående volymen av statsobligationer i samma valuta. Stocken av företagsobligationer utgivna i svenska kronor motsvarar närmare 700 miljarder medan stocken

---

<sup>3</sup> Så kallade "Asset-backed securities".

<sup>4</sup> Ungefärliga siffror anges då det kan skilja sig beroende på om innehavet redovisas i nominellt belopp eller marknadsvärdering.



av kommunobligationer i kronor utgivna av kommuner och Kommuninvest är drygt 400 miljarder. Sammantaget innebär det att Riksbanken har möjlighet att tydligt öka köpen av obligationer.

Att det finns utrymme att bredda obligationsköp i penningpolitiskt syfte innebär dock inte att det är en lämplig åtgärd. Flera aspekter är viktiga att ta hänsyn till: hur effektivt detta skulle vara för att stimulera efterfrågan i en kraftig konjunkturnedgång, vilken typ av obligationer som skulle vara mest lämplig att köpa i olika scenarier, samt potentiella negativa sidoeffekter. Riksbanken analyserar löpande effekterna av köpen av statsobligationer och har beredskap och analys för att kunna bredda tillgångsköpen.

I detta sammanhang vill jag framför allt lyfta fram komplexiteten förknippad med köp av företagsobligationer, utan att förringa svåra avvägningar med andra typer av obligationsköp. Vid eventuella köp av företagsobligationer skulle det vara nödvändigt att välja nivå på den kreditrisk som accepteras och hur allokering ska ske mellan olika sektorer inom ekonomin. Det finns även en diskussion globalt om köp av företagsobligationer ska ta hänsyn till hållbarhetsaspekter, som exempelvis nivå på koldioxidutsläpp från de enskilda företagen. Jag har i dagsläget inget svar på denna fråga utan vill betona att frågan är ytterst komplex och kräver mer analys.

Innan jag sammanfattar vill jag påminna om att riskbilden inte bara är på nedsidan. Inflationen kan bli högre än i prognosen. Hur Riksbanken ska agera beror på vad som driver upp inflationen. Tänk ett scenario då inflationen stiger över två procent till följd av en tillfällig utbudschock, exempelvis en kall vinter 2021 med stigande elpriser i kombination med geopolitisk oro som leder till ett högre oljepris. Ett sådant scenario skulle inte motivera en tidigareläggning av en höjning av reporäntan jämfört med förslaget till reporäntebanan, enligt mig.

Om inflationen däremot stiger till följd av en god inhemsk efterfrågan i spåren av en starkare konjunktur kan det vara befogat att höja reporäntan även innan inflationen når 2 procent. Ett exempel på ett sådant scenario skulle kunna vara att inhemska strukturåtgärder stärker svensk arbetsmarknad och bidrar till ökad sysselsättning, högre disponibla inkomster och ett ökat inflationstryck samtidigt som global tillväxt ökar snabbare än väntat.

Ett tredje scenario som skulle kunna påverka ekonomin positivt är EU-kommissionens nya satsning – den så kallade "European Green Deal". Det ter sig fortfarande ytterst osäkert om och hur detta förslag ska genomföras, men det skulle kunna leda till en investeringsdriven högre tillväxt inom prognoshorisonten och efterfrågedriven högre inflation. De föreslagna så kallade klimattullarna ("border taxes") skulle också kunna innebära en ökad inflation inom EU. Hur Riksbanken ska förhålla sig till högre inflation som delvis skulle komma från importtullar är en fråga som också kräver mer analys. Jag kommer att noggrant följa effekterna av EU:s "European Green Deal" på svensk ekonomi och inflation under kommande år.

Låt mig sammanfatta. Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och den förslagna reporäntebanan. Som alltid kan utvecklingen under de kommande åren både bli bättre och sämre än i prognosen. Jag är trygg med att Riksbanken har god beredskap och kan agera både för att främja prisstabilitet och finansiella stabilitet i händelse av en ekonomisk kris. Samtidigt anser jag att vi också bör ha beredskap för att kunna höja reporäntan tidigare än vad reporäntebanan indikerar om vi får en betydligt starkare konjunktur än prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

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

För mig blir det i den aktuella penningpolitiska diskussionen naturligt att börja med att göra en avstämning av de skäl som jag i december såg till att avvakta med att höja reporäntan från -0,25 till noll procent. De tre faktorer som jag då diskuterade har det gemensamt att de alla spelar stor roll för våra förutsättningar att under kommande år klara inflationsmålet. Jag bedömer att de här faktorerna fortsätter att vara en bra utgångspunkt när det gäller att dra slutsatser om huruvida det finns ett behov eller inte av att göra förändringar i utformningen av penningpolitiken.

Den första och viktigaste faktorn handlar om prognosen för inflationen och den riskbild som är förknippad med den. Sedan det penningpolitiska mötet i december har vi fått ett nytt utfall för inflationen. Utfallet, som avser december, var marginellt lägre än förväntat, både med och utan energipriser. Noteringarna för de bägge inflationsmåten uppgick till knappt 1,7 respektive drygt 1,7 procent. Jämfört med november innebär detta en mer eller mindre oförändrad inflationsnivå. Även medianen för Riksbankens olika mått på den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten utvecklas stabilt och ligger kvar på 1,8 procent, det vill säga i stort sett på samma nivå som vid vårt decembermöte. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick i december till 1,8 respektive 2,0 procent.<sup>5</sup> Inte heller dessa siffror har förändrats nämnvärt sedan vårt förra möte.

Trots att inflationsutfallen är stabila och ligger nära det vi hade förväntat oss föreslås på kort sikt ganska betydande prognosjusteringar för KPIF-inflationen i utkastet till penningpolitisk rapport. Under 2020 revideras bedömningen för KPIF-inflationen ned med i genomsnitt knappt fyra tiondelar av en procentenhet och den största justeringen, som avser inflationen i februari, uppgår till drygt -0,5 procentenheter. KPIF-inflationen väntas bli som lägst i november, då den bottenar på 1,2 procent, att jämföra med just under 1,5 procent i decemberprognosen. Från 2021

---

<sup>5</sup> Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

är bedömningen för KPIF-inflationen mer eller mindre densamma som tidigare. Utsikterna för KPIF-inflationen exklusive energipriser är dock bättre och mer stabila, med prognosnedskrivningar kring en tiondel av en procentenhet fram till hösten i år. Därefter är bedömningen i stort sett oförändrad jämfört med december. Jag ställer mig bakom inflations- och makroprognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport.

Att prognosjusteringarna nästan uteslutande är en följd av tillfälligt fallande energipriser gör att det i penningpolitiken bör finnas förutsättningar att, som det brukar heta, se igenom den temporärt lägre inflationen. Det dröjer lite innan KPIF-inflationen förutses vara i linje med inflationsmålet men måluppfyllelsen har i grunden inte försämrats jämfört med vad vi räknade med på vårt förra möte. Prognosen är alltjämt att prisökningarna successivt stabiliseras kring 2 procent under 2022. En viss ökad oro kan det dock finnas anledning att ha för att den lägre inflationen ska få en opåkallat stor effekt på inflationsförväntningarna, som ju redan har fallit en hel del under det senaste dryga året eller så. Jag återkommer strax till detta.

Inte heller när det gäller riskbilden för inflationsprognosen uppfattar jag att det har skett några större, mer grundläggande förskjutningar sedan december. Denna domineras alltjämt tydligt av nedåtrisker, åtminstone vad beträffar mer allvarliga varaktiga störningar till inflationen.

Internationellt är det måhända så att indikatorer och stämningssläge har förbättrats en del de senaste månaderna. Coronaviruset, som är en ny komponent i riskbilden, adderar dock till osäkerheten och det är viktigt att fortsatt noga följa utvecklingen och ha beredskap för att vid behov justera prognoserna. I Sverige syns precis som i omvärlden en viss ljusning i framför allt data som relaterar till tillverkningsindustrin, men de grundläggande efterfråge- och kostnadsförhållandena fortsätter, på samma sätt som tidigare, snarare att tala för negativa än positiva inflationsöverskningar framöver. Vid en summering av förändringarna i prognoserna och riskbilden blir min slutsats att läget är i stort sett detsamma som vid vårt senaste penningpolitiska möte.

Med detta går jag över till att diskutera den andra faktorn som jag tog upp i december, nämligen utvecklingen av inflationsförväntningarna. Även här har ett nytt utfall publicerats sedan vårt förra möte, Prosperas månadsundersökning för januari gällande penningmarknadens aktörer.

Glädjande nog så har den stabilisering som under senare tid har ägt rum i de långsiktiga, femåriga förväntningarna hos penningmarknadens aktörer fortsatt. Dessa har nu stigit lite grann tre månader i rad och utfallet för januari, som hamnade på knappt 1,9 procent, var det högsta sedan september i fjol.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen.

Som jag redan varit inne på gäller dock nu att den tillfälliga dämpningen i inflationen som förväntas under resten av innevarande år inte gör att den tidigare nedåtgående trenden i inflationsförväntningarna tar ny fart. Till bilden här hör också att det, när det gäller förväntningarna på lång sikt, framför allt har varit nedgången hos arbetsmarknadsorganisationerna som har varit det som har oroat mest. För dessa dröjer det ytterligare en månad innan nästa utfall publiceras och därför är det i dagsläget under alla omständigheter svårt att dra några mer bestämda slutsatser av siffrorna som tillkommit sedan december. Sammanfattningsvis är nyheterna när det gäller inflationsförväntningarna på marginalen åt det positiva hållet men det är viktigt att understryka att utvecklingen framöver måste följas noga.

Den tredje faktorn som jag lyfte i december hänger samman med den penningpolitik som många andra centralbanker bedriver, framför allt förstås världens ledande centralbanker Federal Reserve och ECB. Båda dessa centralbanker gjorde under fjolåret relativt omfattande lättnader i sin penningpolitik och jag såg mot den bakgrunden en risk för att den svenska kronan skulle kunna komma att appreciera mycket och snabbt, mot både den amerikanska dollarn och euron, om Riksbanken gick åt motsatt håll. Med tanke på att inflationsprognosen är ganska låg redan utan en sådan förstärkning talar mycket för att detta hade blivit ett problem ur inflationssynpunkt. Dessbättre kan jag nu konstatera att den farhågan, i alla fall så här långt, ser ut att ha varit obefogad. Kronans växelkurs är idag svagare mot både den amerikanska dollarn och euron än vad den var inför det penningpolitiska beslutet i december. Detsamma gäller för den norska kronan.<sup>7</sup> Det tyder på att den allmänna oron i världsekonomin fortsätter att spela stor roll för valutor i små öppna ekonomier.

Låt mig då summera min avstämning av de skäl som jag i december såg till att avvakta med att höja reporäntan. När det gäller prognosen för inflationen och den tillhörande riskbilden är förändringarna i grunden små. Visserligen förväntas KPIF-inflationen bli lägre under resten av 2020 men det beror nästan uteslutande på tillfälligt nedpressade energipriser. Förutsatt att den här effekten inte spiller över på de långsiktiga inflationsförväntningarna finns ingen anledning att bekymra sig alltför mycket för den. I riskbilden fortsätter nedåtriskerna att dominera, men en viss ljusning kan vara på gång för framför allt tillverkningsindustrin. Coronaviruset är en ny källa till oro, men det behövs mer information innan det går att göra några mer tillförlitliga kvantifieringar av dess ekonomiska konsekvenser. Vad beträffar de långsiktiga, femåriga inflationsförväntningarna har ett nytt utfall publicerats. Det steg marginellt, vilket givetvis är glädjande. Men det viktiga är nu att avvakta hur förväntningarna bland

---

<sup>7</sup> Valutakurser den 10 februari kl. 14:45 jämfört med valutakurser den 17 december kl. 15:00.

arbetsmarknadsorganisationerna utvecklas framöver. Slutligen har kronans växelkurs, i alla fall hittills, inte förstärkts på ett sätt som skapar nya nedåtrisker för inflationen, vilket förstås också är en bra nyhet.

Med tanke på att inte så mycket nytt har skett när det gäller de här faktorerna kanske man skulle tycka att den naturliga slutsatsen borde bli att jag nu önskar mig samma reporäntenivå som innan höjningen i december, det vill säga en sänkning av reporäntan tillbaka till  $-0,25$  procent. Men ett sådant förslag vore i det här läget knappast realistiskt, eller särskilt konstruktivt. Till bilden hör också att det går att argumentera för att en eller två faktorer faktiskt har utvecklats åt det bättre hållet sedan december. Det gör att jag nu kan ställa mig bakom en oförändrad reporänta på noll procent. Efter höjningen av reporäntan i december faller givetvis också den höjning av räntan jag förespråkade "en bit in på prognosperioden" bort. Den var ju betingad på att reporäntan lämnades oförändrad på  $-0,25$  procent. Jag ställer mig därmed även bakom banan för reporäntan i utkastet till penningpolitisk rapport.

Låt mig avsluta med några tankar kring hur jag ser på vår beredskap om ett behov skulle föreligga av att justera den penningpolitiska planen. Eftersom jag bedömer att det just nu är mycket osannolikt att det skulle bli aktuellt med en stramare penningpolitik begränsar jag mig till att diskutera fallet då det uppstår nya behov av lättnader. I utkastet till penningpolitisk rapport konstateras att vi i ljuset av sämre konjunktur- och inflationsutsikter kan komma "att såväl sänka reporäntan som vidta andra åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv". Eftersom reporäntan fortfarande är mycket låg tycker jag att det är både rimligt och bra att vi understryker att det i ett sämre ekonomiskt scenario sannolikt kommer att bli aktuellt med ett paket av åtgärder. Erfarenheten under senare år av att utforma penningpolitiken på det här sättet är också god.

Det är naturligtvis svårt att på förhand precisera vilka åtgärder som kan tänkas ingå i ett lämpligt paket men man kan skaffa sig en uppfattning om det genom att göra olika scenarier, där inflationsproblem med olika allvarlighetsgrad kombineras med alternativa förlopp för realekonomin, alltifrån en förhållandevis mild inbromsning till en skarp och kraftig recession. Scenarierna bör inte bara betingas på penningpolitiska interventioner utan även på antaganden för finanspolitiken. Utgångspunkten bör här givetvis inte vara att finanspolitiken ska "ta över" inflationsmålsstyrningen men i scenarier där de realekonomiska konsekvenserna blir tillräckligt allvarliga är det helt enkelt orimligt att utgå från att de finanspolitiska beslutsfattarna inte skulle agera. Sådana scenarier skulle förhoppningsvis, utöver att vara användbara för att belysa en lämplig utformning av penningpolitiken, också ge ett underlag för att analysera hur och när penning- och finanspolitik kan komplettera varandra.

## **Riksbankschef Stefan Ingves:**

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på noll procent. Detsamma gäller de prognoser och bedömningar som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Vår prognos av reporäntan – räntebanan – indikerar att det kan dröja till slutet av vår treåriga prognoshorisont innan nästa förändring i räntan sker. Detta är samma syn som vid det förra penningpolitiska mötet i december och som jag noterade då befinner sig penningpolitiken i ett slags vänteläge, vilket ju också gäller på flera andra håll i världen.

Riksbankens statsobligationsköp är också en del av penningpolitiken. Köpen fortgår enligt plan och då upprätthålls ungefärligen nivån på vår statsobligationsportfölj. Vi bibehåller närvaron på obligationsmarknaden, vilket underlättar om det finns behov av att ändra penningpolitiken. En nog så viktig strategi vid nuvarande ränteläge där utbytbarheten mellan pris, det vill säga räntan, och kvantitet, det vill säga att använda Riksbankens balansräkning inte behöver vara symmetrisk.

Bedömningarna av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige sammanfaller i stora drag med bilden i december. Den globala ekonomin har gått in i en fas med lugnare tillväxttakter än för några år sedan. Under kommande år bedöms den globala ekonomin, sammanvägd med KIX-vikter, växa med ungefär 2 procent. Inflationstrycket i omvärlden har varit måttligt under senare år, särskilt i euroområdet. Men till följd av bland annat en fortsatt expansiv penningpolitik förväntas inflationen i omvärlden bli cirka 2 procent under prognosperioden.

Runt vårt huvudscenario för den globala ekonomiska utvecklingen finns som vanligt ett flertal osäkerhetsfaktorer, och på några områden ser det just nu kanske något mindre osäkert ut. Jag tänker då till exempel på handelsrelationerna mellan USA och Kina och att Storbritannien lämnat EU utan för stunden till synes större störningar. Men både i handelsrelationen mellan USA och Kina, och i den långsiktiga relationen mellan EU och Storbritannien återstår viktiga diskussioner som kan komma att öka osäkerheten längre fram. Utbredningen av ett nytt coronavirus i Kina har spridit oro på de finansiella marknaderna, och vår BNP-prognos för Kina är nedreviderad. Osäkerheten är dock stor om hur omfattande smittspridningen kan bli och det är i dagsläget svårt att siffersätta de ekonomiska effekterna såväl inom som utanför Kina.

För att komma till utvecklingen i Sverige är vi, som väntat, inne i en pågående konjunkturavmattning. Men flera tecken på en stabilisering har kommit och vi väntar oss gradvis stigande tillväxt i år och nästa år. Enligt BNP-prognosen blir tillväxten 1,3 procent i år för att stiga till 2 procent år 2022, något högre än i vår bedömning i december. Enligt vissa indikatorer har resursutnyttjandet gått från att ha varit högre än normalt till ett mer normalt läge. Andra mått på resursutnyttjande, som BNP-, sysselsättnings-, och timgap är fortfarande positiva och de

förväntas även vara det mer eller mindre under hela prognosperioden. Detta speglar att vi har en period med en mycket god ekonomisk utveckling i ryggen.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har det bara kommit ett nytt utfall för inflationen, för december månad. Enligt den var den årliga förändringen i KPIF 1,7 procent, i linje med vår tidigare prognos. Prognosen för KPIF-inflationen under 2020 är nedreviderad med 0,4 procentenheter, främst till följd av fallande elpriser. Olika mått på underliggande inflation tyder på ett underliggande inflationstryck i linje med målet på 2 procent. Längre fram, när effekterna av fallande elpriser klingat av, utvecklas KPIF-inflationen återigen i linje med inflationsmålet.

Den ekonomiska utvecklingen har blivit ungefär som väntat, och revideringarna av konjunktur- och inflationsprognoserna är på sikt små. Därför är det naturligt att låta den penningpolitiska planen vara densamma som i december. Det innebär att reporäntan lämnas kvar på noll procent, och samtidigt att räntebanan indikerar att det kan dröja ända till slutet av prognosperioden innan en höjning sker.

Det är en ovanlig situation, både internationellt och i Sverige. Penningpolitiken i de stora valutaområdena har gått in i ett slags vänta-och-se läge, vilket avspeglas såväl i kommunikationen från de stora centralbankerna, och i förväntningar rörande deras policybeslut under kommande år. För en liten öppen ekonomi som den svenska, med fria kapitalrörelser och ett stort beroende av utrikeshandel, är det naturligt att vår penningpolitik speglar detta läge.

Men vänta-och-se är inte samma sak som att penningpolitiken är neutral eller passiv. Tvärtom är den reala reporäntan fortfarande negativ vilket ger stimulans till den ekonomiska utvecklingen och håller inflationen kring 2 procent. Som framgår av Diagram 1:8 i utkastet till penningpolitisk rapport har den reala reporäntan varit negativ sedan 2012. Och enligt våra nuvarande prognoser kommer den att vara det under hela prognoshorizonten, och kanske därefter också. Allt som allt kan det handla om en tidsperiod på 10 år eller mer med en negativ real penningpolitiskt satt ränta. Det är en situation som få, eller ens någon, kunde förutse för drygt tio år sedan.

Att den reala reporäntan är negativ under så lång tid reser viktiga frågor om ekonomins funktionssätt. Hur kommer det sig att normaliseringen av penningpolitiken inte blev som väntat, det vill säga tillbaka till positiva realräntor? Den här sortens frågor sysselsätter numera många ekonomer, både inom forskningen och inom centralbanksvärlden. Synen på hur ekonomin fungerar, och kanske även penningpolitiken, är under utvärdering och detta kanske också bidrar till det vänta-och-se läge som vi befinner oss i.

Men framtiden kan bli annorlunda än i vårt huvudscenario, och penningpolitiska åtgärder kan behövas tidigare än vad våra prognoser indikerar. Konjunktoren kan utvecklas bättre och den svenska inflationen kan öka snabbare än i våra prognoser. I ett sådant scenario ser jag, som jag sagt tidigare, ingen brådska i att höja räntan. Inflationstakten kan få överstiga målet under en tid, speciellt med tanke på att inflationen historiskt sett oftare legat under målet än över.

Omvänt, skulle konjunktur- och inflationsutvecklingen bli sämre än vad som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport finns det ett visst utrymme för penningpolitisk stimulans. Skulle detta bli nödvändigt undrar jag dock om räntepolitiken är lika effektiv vid negativa nivåer som vid positiva. Annorlunda uttryckt, är effekterna på inflation och tillväxt av att höja räntan från noll procent till säg 2 procent lika stora – men med omvänt tecken – som att sänka från noll procent till –2 procent? Jag är inte säker på det, och det understryker vikten av att vara beredd att använda balansräkningen för att åstadkomma penningpolitisk stimulans om så skulle behövas.

Så länge den ekonomiska utvecklingen inte avviker alltför mycket från vad som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport kommer penningpolitiken att kunna användas för att bidra till att inflationsmålet försvaras. Men utrymmet för räntesänkningar är begränsat och förutsättningarna för omfattande statsobligationsköp saknas. Skulle den ekonomiska utvecklingen bli väsentligt sämre än i vårt huvudscenario behövs sannolikt omfattande alternativa balansräkningsåtgärder i kombination med andra policyområden för att uppnå en effektiv policymix för att hålla efterfrågan uppe i Sverige.

Låt mig avsluta med att än en gång varna för att den långsiktiga utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden alltjämt utgör en risk för svensk ekonomi på både kort och lång sikt. En rad strukturella problem kännetecknar alltjämt den svenska bostadsmarknaden. Detta skapar dels obalanser och risker, i form av hög skuldsättning bland hushåll, dels ekonomisk ineffektivitet i och med att det blir svårare för folk att flytta i samband med nytt arbete. För att komma till rätta med dessa risker och de strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden behövs ett omfattande reformarbete inom bostads- och skattepolitiken.

### **§3c. Diskussion**

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

Flera av mina kollegor diskuterade hur penningpolitiken bör, eller inte bör, reagera om inflationen stiger snabbare än i vår prognos. Jag upplever att våra synpunkter kring detta spretade en del och vill förtydliga hur jag tänker.



Jag ser två asymmetrier bakom vår prognos för reporäntans utveckling. Den ena gäller riskbilden för inflationen och den andra gäller den penningpolitiska verktygslådan.

Som jag antydde i mitt tidigare inlägg, och som Per sa ännu tydligare, dominerar nedsidesriskerna för inflationen. Det skulle vara önskvärt om inflationen blev lite högre än i vår prognos. Det krävs stora upprevideringar av inflationstrycket för att jag ska se behov av en räntehöjning.

Angående verktygslådan vill jag upprepa att räntan redan är låg och nära sin effektiva nedre gräns. Dessutom är växelkursen redan svag. De finansiella förhållandena är expansiva. I det här läget är det lättare att strama åt penningpolitiken än att göra den mer expansiv. Det här kan förstås förändras vid en djup lågkonjunktur eller vid finansiell oro. I så fall har vi fortfarande kraftfulla verktyg att använda. Men mer sannolika scenarier är att konjunkturen blir lite svagare och inflationen lägre än i vår prognos samtidigt som de expansiva finansiella förhållandena består. Det blir då svårt att på ett effektivt sätt stimulera ekonomin ännu mer.

De här två asymmetrierna tar delvis ut varandra och gör att vår prognos för reporäntan framöver trots allt är ganska symmetrisk. Det är osannolikt att jag kommer att se ett behov att höja räntan under de kommande två åren. Som jag sa tidigare utesluter jag inte att en räntesänkning tillbaka till -0,25 procent kan bli aktuell men mest sannolikt kommer det vara lämpligt att hålla kvar reporäntan på dagens nivå en ganska lång tid framöver.

### **Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:**

Anna för ett resonemang om Riksbankens möjligheter att utföra sina uppdrag som jag vill anknyta till. Ordningen med inflationsmålsregimer och självständiga centralbanker har blivit allt mer dominerande de senaste 20-30 åren. När de utvecklades var det flera faktorer som var okända för de flesta: En okänd faktor var att finansiella sårbarheter kunde växa trots inflation i linje med målen och leda till den globala finanskrisen som kastade skuggor över hela 2010-talet. En andra okänd faktor var att produktion och handel skulle globaliseras i den storleksordning som skett. En tredje okänd faktor var att teknologiska genombrott, inte minst digitaliseringen, skulle ske som förändrar produktionsvillkor och konkurrensförhållanden inom i princip varenda bransch.

Trots flera överraskande förändringar har inflationsmålsregimerna ändå medverkat till en i genomsnitt god ekonomisk utveckling. I Sverige växlade den genomsnittliga BNP-tillväxten upp efter mitten på 1990-talet, jämfört med den föregående 25-årsperioden. Tillväxten för

reallönerna växlade också upp medan statsskulden sjönk när perioden före mitten på 1990-talet jämförs med perioden därefter.<sup>8</sup>

Enligt min mening är därför tröskeln hög för att ändra uppdraget att Riksbanken ska upprätthålla prisstabilitet inom ramen för en inflationsmålsregim. Det är viktigt och intressant att flera centralbanker håller på att se över sina ramverk, vilket omnämns i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. Utifrån oförändrade uppdrag jobbar flera centralbanker med att uppdatera sin analysförmåga och ser över verktygen för att lösa sina uppdrag.

En uppenbar lärdom efter de senaste årens erfarenheter av finanskris och låginflationsmiljö är att det inte räcker att enbart höja och sänka styrräntan för att kunna upprätthålla ett inflationsmål. En centralbanksledning behöver också ha lagliga möjligheter att kunna använda balansräkningen för att lösa sin uppgift.

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

Jag skulle vilja säga något om hur jag ser på den penningpolitiska verktygslådan. Vilka penningpolitiska medel bör användas om penningpolitiken skulle behöva göras mer expansiv? Det framgår av mitt tidigare inlägg att jag är mycket tveksam till negativa styrräntor. Jag utesluter inte att Riksbanken i speciella situationer kan tvingas att sänka reporäntan under noll. Men i en sådan situation är det viktigt att även fundera över om andra penningpolitiska medel är mer önskvärda. Som tidigare talare redan har varit inne på anser jag att balansräkningen kan vara ett väl så användbart penningpolitiskt medel som styrräntan.

#### **Vice riksbankschef Anna Breman:**

Jag vill börja med att säga att jag välkomnar den här diskussionen och tidigare inlägg.

Jag har en kommentar kring hur vi ska se på inflationen i närtid givet fallande energipriser, vilket har diskuterats av flera under dagens möte. Jag nämnde i mitt anförande att en tillfällig utbudschock som höjer inflationen över 2 procent – exempelvis från stigande elpriser till följd av kallt väder och stigande oljepriser från geopolitisk oro – inte bör föranleda en reporäntehöjning. På samma sätt tycker jag att det är viktigt att vi väger in att fallande energipriser i dagsläget kan härledas till tillfälliga faktorer. Att energipriser har fallit hänger samman med varmt väder och blåst under vintern och mycket regn under hösten som pressar ner energipriser samtidigt som det nya coronaviruset har fått oljepriset att sjunka. Denna typ av tillfälliga faktorer är inte en

---

<sup>8</sup> <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/tal-och-presentationer/20202/skingsley-vagen-fran-finanskrisen-och-framat--den-penningpolitiska-utvecklingen/>

anledning till att tala om att göra penningpolitiken mer expansiv genom räntesänkning eller utökade obligationsköp.

Det som har nämnts av bland annat Martin och Per och som jag också anser är problematiskt är om fallande energipriser påverkar inflationsförväntningar. Inflationsförväntningar har dock ibland en tendens att överreagera på tillfälliga svängningar i just energipriser. Det gör att jag tycker det är extra viktigt att ha is i magen i detta läge och se igenom denna typ av tillfällig utbudschock.

Istället anser jag att vi bör följa underliggande inflation noggrant. Även konjunkturutsikterna på medellång sikt är viktiga då de säger mer om förutsättningarna för inflationen på ett par års sikt än tillfälliga effekter av energipriser. I dagsläget har vi försiktigt positiva tecken på att konjunkturen kan komma att stärkas på sikt. Sammantaget betyder det att vi bör ha tolerans för tillfälligt lägre inflation till följd av denna typ av temporära faktorer.

## §4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 19 februari 2020.
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A.
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 12 februari 2020 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 21 februari 2020 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

Justeras:

Stefan Ingves

Cecilia Skingsley

Anna Breman

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson



**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)