



Penningpolitiskt protokoll

Februari 2017

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 14 februari beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent och det är fortfarande mer sannolikt att reporäntan sänks än att den höjs den närmaste tiden. Köpen av statsobligationer fortsätter under första halvåret 2017 så som beslutades i december. Direktionen har också fattat beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden.

Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i december har utfall och indikatorer bekräftat Riksbankens bild av en konjunkturåterhämtning i omvärlden och en stark konjunktur i Sverige, och revideringarna av prognoserna är överlag små. Samtidigt är den politiska osäkerheten stor på flera håll i världen och riskerna för bakslag har ökat.

Det är glädjande att konjunkturen i Sverige är stark och att inflationsförväntningarna åter är förenliga med inflationsmålet. KPIF-inflationen var i december dessutom nära 2 procent men det är viktigt att poängtera att den senaste tidens uppgång främst har drivits av tillfälliga faktorer. Direktionens ledamöter bedömer att det dröjer till slutet av 2018 innan inflationen stabiliseras runt 2 procent.

Inflationen har varit låg länge och det krävs ett fortsatt starkt konjunkturläge och att kronan inte stärks för snabbt för att inflationen hållbart ska hamna nära inflationsmålet. Den politiska osäkerheten i omvärlden, som i förlängningen även kan få negativa effekter på den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen, understryker också att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv.

Samtliga ledamöter bedömde att det var lämpligt att nu behålla reporäntan på -0,50 procent. Det finns lite olika åsikter i direktionen om den exakta utformningen av räntebanan men samtliga i direktionen står bakom reporänteprognosen. Denna avspeglar att det fortsatt finns en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden och att långsamma höjningar inleds först i början av 2018.

En majoritet av ledamöterna ansåg därtill att det var lämpligt att förlänga mandatet som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden, mot bakgrund av den stora osäkerhet som råder kring utvecklingen av kronans växelkurs och de konsekvenser det kan få för inflationen. En ledamot angav att han inte stöder detta förslag.

Köpen av statsobligationer fortsätter enligt den plan som beslutades i december.

Vid mötet diskuterades också aspekter på riskerna med hushållens växande skuldsättning. Direktionen är enig om att dessa risker behöver hanteras med riktade åtgärder inom bostadspolitiken, skattepolitiken och makrotillsynen.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2017-02-14
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Susanne Eberstein, fullmäktiges ordförande
Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Jan Alsterlind
Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Sophie Brauner
Charlotta Edler
Paul Elger
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Kerstin Hallsten
Jens Iversen
Jesper Johansson
Pernilla Meyersson
Ann-Lena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Lena Strömberg (§ 1-3A)
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Jens Vahlquist (§ 1-3A)

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Paul Elger skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Jens Vahlquist från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Rörelserna på ränte- och valutamarknaderna har varit små de senaste månaderna. Förstärkningen av den amerikanska dollarn har stannat av den senaste tiden efter att dollarn stärkts i kölvattnet av presidentvalet och Federal Reserves räntehöjning i december. Förändringarna i långa amerikanska och tyska statsobligationsräntor har varit mycket små. Det har inte tillkommit några konkreta besked om den framtida amerikanska finanspolitiken och såväl Federal Reserve som ECB beslutade att lämna styrräntorna oförändrade vid sina senaste penningpolitiska möten. Däremot har räntorna i några euroländer pressats upp på grund av en viss oro kring populistiska framgångar i Europa, liksom spekulationer om att starka inflationsdata kan få ECB att minska tillgångsköpen. En tydlig försvagning av den turkiska liran har ingett en viss oro mot bakgrund av att franska och spanska banker lånat ut stora belopp till turkiskt näringsliv, men utvecklingen har stabiliserats den senaste tiden. Den svenska kronan har stärkts sedan mötet i december, men varit relativt stabil sedan årsskiftet. De långsiktiga svenska inflationsförväntningarna har stigit, enligt såväl enkäter som marknadsprissättningen på nominella och reala obligationer. Inför dagens penningpolitiska beslut förväntar sig en majoritet av analytikerna att reporäntan ska lämnas oförändrad, att reporäntebanan ska revideras upp något i närtid och att det inte ska komma några nyheter om obligationsköpen.

Ulf Söderström, biträdande avdelningschef för Avdelningen för penningpolitik inledde med att presentera den prognos som återges i utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han konstaterade att återhämtningen i omvärlden fortsätter i måttlig takt, och att konjunkturindikatorer har stärkts något på senare tid.

Att omvärldskonjunkturen stärks något är i linje med prognosen från december och har således inte gett upphov till några större revideringar av omvärldsprognosen. Tillväxten i omvärlden är marginellt högre i närtid och den KIX-viktade tillväxten uppskattas stiga från 2,0 procent 2016 till drygt 2,2 procent per år 2017 till 2019. Den politiska situationen på flera håll i omvärlden, i synnerhet i USA, gör dock utvecklingen svårförutsägbar.

Inflationen i omvärlden har stigit den senaste tiden. Uppgången beror hittills mycket på utvecklingen för energipriser. Ett gradvis högre resursutnyttjande bidrar framöver till att inflationen fortsätter att stiga, om än i långsam takt. Sammantaget är den KIX-viktade inflationen något över 2 procent hela prognosperioden. Penningpolitiken i omvärlden bedöms vara fortsatt mycket expansiv för att stödja återhämtningen och få upp inflationen.

Avseende riskbildningen råder stor osäkerhet om den politiska utvecklingen i många länder och risken för bakslag har ökat. I USA är det mycket osäkert hur immigrationslagar ska utformas, vilken

finanspolitik som kommer att föras och i vilken utsträckning handelspolitiken kommer att bli mer protektionistisk. Formerna för ett brittiskt utträde ur EU är fortsatt oklara även om utträdet väntas vara förknippat med minskad handel och mer begränsad rörlighet av arbetskraften. I Europa hålls val under året som kan stärka utvecklingen mot en mer inåtvänd ekonomisk politik. Sammantaget bedöms därmed ökad protektionism utgöra en risk för den globala tillväxten på sikt. Effekten av ökad protektionism på inflationen i omvärlden är dock oklar. Den europeiska banksektorn, inte minst den i Italien, brottas fortfarande med svag lönsamhet och en hög andel dåliga lån. Även detta utgör en risk för återhämtningen i euroområdet.

Den svenska konjunkturen är allt starkare. Förtroendemått visar att optimismen bland både företag och hushåll har stigit och exportorderingen har samtidigt stärkts. Tillväxten i svensk ekonomi bedöms därmed vara fortsatt stark. Under 2016 väntas tillväxten ha varit 3,4 procent och i år väntas tillväxten uppgå till 2,5 procent, för att sedan dämpas något till dryga 2 procent 2018 och 2019. De senaste årens höga tillväxt har inneburit att resursutnyttjandet har stigit. Det bedöms nu vara högre än normalt och fortsätter att stiga något de närmaste åren.

Efterfrågan på arbetskraft väntas vara fortsatt hög. Sysselsättningsgraden är dock redan så pass hög, i synnerhet i vissa grupper, att det blir allt svårare för företagen att hitta den personal de efterfrågar. Sysselsättningstillväxten väntas därför bromsa in de kommande åren och sysselsättningsgraden planar ut på en hög nivå. Då arbetskraften ökade under 2016 minskade arbetslösheten endast långsamt och uppgick till 6,9 procent under det fjärde kvartalet 2016. Nedgången i arbetslöshet väntas bromsa in redan i år och arbetslösheten stiger sedan något 2019.

Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst fortsätter att stiga och bedöms uppgå till nära 195 procent i början av 2020 jämfört med dagens drygt 180 procent.

Under större delen av 2016 försvagades kronan relativt mycket. Sedan det penningpolitiska mötet i december har kronan istället förstärkts och kronan väntas nu vara något starkare under hela prognosperioden jämfört med i bedömningen i december. Liksom då bedöms kronan stärkas gradvis och under ordnade former.

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan början av 2014 och steg till 1,9 procent i december. Mätt som KPI var inflationen 1,7 procent. Detta var något högre än i decemberprognosen. Men det är främst energi- och livsmedelspriser som har drivit upp inflationen och när energipriserna inte längre väntas bidra lika mycket bedöms KPIF-inflationen falla tillbaka något under 2017. Den underliggande inflationen, mätt som KPIF exklusive energi (KPIFxe), är fortsatt låg. Den uppgick till 1,3 procent i december och har utvecklats svagt under 2016. Det bedöms finnas förutsättningar för en fortsatt uppgång i inflationen framöver. En viktig faktor är det stigande resursutnyttjandet som med viss eftersläpning bidrar till högre inflation. Prognosen för inflationen mätt med KPIF och KPIFxe är något nedreviderad 2018 och 2019

jämfört med föregående prognos då kronan nu bedöms vara starkare. Båda måtten väntas stiga gradvis och nå 2 procent i slutet av 2018.

Prognoserna är baserade på antagandet att reporäntan hålls oförändrad på -0,50 procent. Reporäntebanan avspeglar att det fortsatt finns en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden, och att långsamma höjningar inleds först i början av 2018. Köpen av statsobligationer fortsätter under första halvåret 2017, enligt beslutet i december. Därutöver förutsätts också att förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen återinvesteras tillsvdare. Under 2017 kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor, och de planeras fortgå under hela året. Dessutom förlängs det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden till oktober 2017, vilket motiveras av den stora osäkerhet som råder kring kronans utveckling och dess konsekvenser för inflationen.

Söderström noterade därefter att prognoserna och de penningpolitiska antagandena diskuterats med direktionen vid möten den 26 och 30 januari samt den 6 februari. På ett möte med direktionen den 8 februari diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Som viktiga frågor i den penningpolitiska beredningsprocessen denna gång lyftes osäkerheten i omvärlden, utvecklingen av kronan och trenden i inflationen.

En viktig fråga har varit risken för en mer inåtvänd politik mot bakgrund av den svåröversägbare utvecklingen i USA och Storbritannien, samt flera val i Europa under 2017. Flera ledamöter har lyft frågan hur en mer inåtvänd politik kan påverka förutsättningarna för tillväxt och inflation i Sverige. En diskussion har även förts om varför ränteskillnader mellan olika euroländers statsobligationer har ökat och vilka konsekvenser det kan komma att få. Den politiska osäkerheten kontrasteras av olika mått på förtroende och risk som ger en relativt positiv bild av utvecklingen i Sverige och omvärlden.

Kronan försvagades relativt kraftigt under större delen av 2016 men sedan december har den förstärkts igen. Med anledning av kronrörelserna har många ledamöter diskuterat vad som driver dessa rörelser och hur de kan påverka inflationen på kort och lite längre sikt.

Inflationen har stigit de senaste månaderna, något snabbare än vad som väntades i december, och KPIF-inflationen är nu nära 2 procent. Då detta i hög grad beror på rörelser i energipriser har flera ledamöter noterat att den underliggande inflationen är fortsatt låg både i Sverige och omvärlden. Framöver väntas därför KPIF-inflationen falla tillbaka något framöver. Direktionen har också fortsatt att diskutera sambandet mellan resursutnyttjande, löner och inflation. Dessutom har vissa direktionsledamöter diskuterat om det skett förändringar i lönebildningen som kan ha påverkat sambandet mellan konjunkturläget och löneutvecklingen.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att konstatera att den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden i grova drag har varit i linje med den bild Riksbanken hade vid det senaste penningpolitiska mötet i december. Men på marginalen tyder flera utfall och indikatorer på att utvecklingen för såväl inflationen som tillväxten i närtid är aningen starkare än väntat. Till exempel var de svenska inflationsutfallen för december marginellt högre än i Riksbankens senaste prognos. Flodén noterade att många kommentatorer fäster stor vikt vid att KPIF-inflationen endast var några hundradelar från 2 procent. I takt med att inflationen blivit högre och inflationsförväntningarna på olika löptider har närmast sig 2 procent börjar allt fler undra när den penningpolitiska expansionen ska trappas ner.

För Flodén är det inte särskilt intressant om KPIF-inflationen är 1,9 eller 2,0 procent, särskilt inte när inflationen nu drivs upp av tillfälliga faktorer. Utvecklingen för den underliggande inflationen, till exempel mätt med KPIF exklusive energi, är viktigare. Enligt det måttet steg inflationen i december till 1,3 procent. Det är en välkommen ökning enligt Flodén. Han delar dock bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport att den underliggande inflationen kommer att ligga kvar på ungefär samma nivå några månader framåt, och sedan endast stiga långsamt mot 2 procent under året därefter. Bedömningen är vidare att en förutsättning för den här inflationsuppgången är att resursutnyttjandet fortsätter att utvecklas starkt, vilket i sin tur kräver en fortsatt expansiv penningpolitik. Detta avspeglas i prognosen för reporäntan i utkastet till penningpolitisk rapport, där långsamma höjningar från nuvarande nivå inleds först i början av 2018.

Eftersom inflationen nu har legat klart under inflationsmålet under många år – precis sju år om man mäter inflationen med KPIF exklusive energi – måste Riksbanken säkerställa att inflationen verkligen fortsätter att stiga och att den etableras på en nivå som är förenlig med inflationsmålet. Annars är risken att inflationsförväntningarna åter börjar falla och att förtroendet för inflationsmålet förloras. En sådan utveckling skulle till exempel kunna medföra att långa nominella räntor fastnar på en mycket låg nivå.

Att penningpolitiken behöver vara expansiv när resursutnyttjandet är starkt och väntas stiga ytterligare är ovanligt. Den främsta risken man brukar förknippa med kombinationen av starkt resursutnyttjande och expansiv ekonomisk politik är att priser och löner börjar stiga okontrollerat. Det är viktigt att påpeka att vi ännu inte ser några sådana tendenser i den svenska ekonomin, sade Flodén. Den penningpolitik Riksbanken nu bedriver väntas som sagt medföra en långsam uppgång i inflationen. Det höga resursutnyttjandet är i sig självt heller knappast ett påtagligt problem. Resursutnyttjandet har varit lågt under stora delar av perioden efter finanskrisens utbrott och arbetslösheten är fortfarande klart högre än före denna period. Det är tänkbart att ett högt resursutnyttjande är nödvändigt för att pressa upp ekonomins

produktionskapacitet, bland annat genom att underlätta för utsatta grupper att etableras på arbetsmarknaden.

Flodén konstaterade vidare att den mest påtagliga risken med den låga styrräntan är utvecklingen på bostads- och bolånemarknaderna. Men det är en sektorspecifik utveckling som bäst hanteras med riktade åtgärder. Finansinspektionen, regeringen och riksdagen förfogar över de verktyg som på sikt kan lösa de underliggande problemen på dessa marknader. De förfogar även över de verktyg som på kort sikt bäst kan motverka en fortsatt riskuppbyggnad, enligt Flodén. Hans bedömning är att en stramare penningpolitik i närtid, när inflationstrycket fortfarande är för lågt, knappast skulle leda till en varaktig förbättring av riskbilden utan i stället riskera att förlänga perioden med låg ränta.

Flodén ville också återigen påpeka att penningpolitiken inte är så expansiv som den låga räntan ger sken av om den jämförs med en historiskt normal styrränta. Som Riksbanken många gånger har poängterat, och som diskuteras i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport, har de underliggande räntorna fallit med flera procentenheter de senaste decennierna. Dessutom är penningpolitiken expansiv i vår omvärld. Den svenska styrräntan måste bedömas i förhållande till de underliggande räntorna och penningpolitiken i omvärlden.

Flodén upprepade att den ekonomiska utvecklingen varit ungefär i linje med prognosen vid det förra penningpolitiska mötet. Den politiska osäkerheten i omvärlden har däremot ökat. I USA gäller det till exempel handels- och säkerhetspolitiken, inriktningen på den ekonomiska politiken och regleringar av finansiella marknader. Och i Europa tilltar osäkerheten kring EU-samarbetets utveckling. Flodén sade att de här frågorna kan få stora konsekvenser för världsekonomin, och därmed den svenska ekonomins, utveckling framöver men han såg ändå inga tydliga implikationer från denna osäkerhet till dagens penningpolitiska beslut.

Den mest påtagliga avvikelser från Riksbankens ekonomiska prognos i december är att kronan har blivit flera procent starkare än i den bedömningen. Den här kronförstärkningen måste dock ses i ljuset av att kronan i höstas försvagades kraftigt. Trots förstärkningen kan den svenska växelkursen i nuläget inte beskrivas som stark, enligt Flodén, som också förklarade att han inte ser den senaste tidens utveckling som ett hinder för en fortsatt inflationsuppgång. En fortsatt förstärkning i samma takt skulle däremot knappast vara önskvärd, sade Flodén. Men han stödde ändå inte förslaget att vid mötet förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Motiveringen är densamma som vid de tidigare besluten i januari, februari och juli 2016.

I övrigt ställde sig Flodén bakom de beslutsförslag som låg på bordet vid mötet, det vill säga att lämna reporäntan oförändrad på $-0,50$ procent, den ekonomiska prognosen och utkastet till penningpolitisk rapport. Men han ville ändå påpeka att förslaget till räntebana, liksom vid mötena i oktober och december förra året, implicerar en alldeles för hög sannolikhet för en räntesänkning vid nästa penningpolitiska möte för att spegla hans bild av vilken penningpolitik

som då kommer att vara lämplig. Det kommer att krävas en stor förändring i den ekonomiska utvecklingen eller bedömningen av inflationstrycket för att Flodén ska förespråka en ändrad reporänta vid nästa möte.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att konstatera att det är små förändringar i Riksbankens prognos och att det enligt honom därför är mest lämpligt att i allt väsentligt lämna penningpolitiken oförändrad. I omvärlden fortsätter återhämtningen i måttlig takt och det har kommit in en del positiva indikatorer sedan förra prognosen i december 2016. Men ökad politisk osäkerhet på flera håll har samtidigt ökat riskerna för bakslag. Det råder också stor osäkerhet om utformningen och effekterna av den ekonomiska politiken i många länder.

USA:s president har aviserat omfattande finanspolitiska stimulanser, men det är ännu oklart hur de kommer att utformas. Effekterna på tillväxt och statsfinanser återstår att se. Effekterna av en mer expansiv finanspolitik förefaller motverkas till en del av ökad protektionism, något som nästan säkert är till nackdel för Sverige. Till den politiska osäkerheten i omvärlden bidrar också Storbritanniens beslut att lämna EU och de val som hålls i Frankrike, Nederländerna och Tyskland under 2017.

I euroområdet har det kommit en del positiva konjunktursignaler men anpassningen av obalanserna efter finanskrisen har gått långsamt. Banker i flera länder har en svag lönsamhet och en hög andel dåliga lån. Många banker är dessutom svagt kapitaliserade. Om problemen förvärras riskerar kreditgivningen i Europa att stramas åt och hämma den återhämtning som är på väg. Det bidrar också till risker för fortsatt svag regelefterlevnad på nationell nivå, både när det gäller makrotillsynspolitik och finanspolitik, påpekade Ingves.

I den svenska ekonomin kvarstår den samlade bilden med en stark konjunktur som i huvudscenariot väntas fortsätta att förbättras de kommande åren. Men riskerna i omvärlden, inte minst de politiska, kan förstås ändra den bedömningen. Den allt starkare konjunkturen bidrar till att det finns förutsättningar för att inflationsmålet nås under 2018. Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014. Den senaste tiden har energi- och livsmedelspriser vänt uppåt men den underliggande inflationen är fortsatt låg. En starkare konjunktur bör bidra till att företagen lättare kan höja priserna på sina produkter samtidigt som företagens kostnader gradvis stiger snabbare.

En annan faktor som påverkar inflationen är kronans växelkurs, fortsatte Ingves. Under en stor del av 2016 utvecklades kronan svagare än prognoserna medan den sedan december har blivit starkare än väntat. Framöver väntas kronan stärkas långsamt i takt med konjunkturåterhämtningen. För inflationsuppgången är det viktigt att förstärkningen verkligen sker långsamt. Om förstärkningen sker alltför snabbt kan det leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och till att efterfrågan på svensk export blir lägre. En sådan utveckling skulle göra det svårare att få upp inflationen.

Inflationen mätt med KPIF och KPIF exklusive energi väntas stabiliseras runt 2 procent först i slutet av 2018. Nu i början av 2017 finns flera faktorer som håller tillbaka inflationsutvecklingen. Förändringar av skatter och subventioner bedöms bidra mindre till ökningstakten i KPI under 2017 än under 2016. Därtill väntas en del priser som ökade ovanligt mycket i december, till exempel priserna på inrikes flygresor, falla tillbaka under inledningen av året. Det bidrar sammantaget till att inflationen väntas röra sig sidledes under en tid framöver och den rörelsen är en viktig komponent i penningpolitiken denna gång.

Enligt Ingves talar den sammantagna bilden för att penningpolitiken behöver fortsätta att ge ett kraftfullt stöd för att inflationen ska stiga mot 2 procent. Inflationen har varit låg under lång tid och är ännu inte varaktigt nära inflationsmålet.

Vidare sade Ingves att den oro han kände i höstas för att penningpolitiken i omvärlden går åt olika håll i hög grad finns kvar. Federal Reserve lämnade penningpolitiken oförändrad i februari efter att ha höjt intervallet för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,50–0,75 procent i december. ECB beslutade i december att utöka obligationsköpen med 60 miljarder euro per månad från april fram till och med december 2017. Vid mötet i januari lämnades penningpolitiken oförändrad. Det drar ut på tiden innan ECB börjar normalisera penningpolitiken. Penningpolitiken går åt olika håll i USA och euroområdet, vilket naturligtvis bidrar till en viss spänning, eftersom Riksbankens penningpolitik måste ta hänsyn till den penningpolitik som förs av både Federal Reserve och ECB.

Det innebär också att risken för en alltför snabb förstärkning av kronan kvarstår. I detta läge bedömer Ingves att det är en riskabel strategi för en centralbank i en liten öppen ekonomi som den svenska att mera påtagligt börja normalisera penningpolitiken före en centralbank i ett stort valutaområde som ECB. Sammanfattningsvis talar det för att sitta still i båten och hålla fast vid den inriktning på penningpolitiken som beslutades i december. Penningpolitiken behöver fortsätta vara mycket expansiv, sade Ingves och uttryckte sitt stöd för förslaget att behålla reporäntan oförändrad på –0,50 procent och förslaget till reporäntebana.

Ingves menade vidare att direktionen vid dagens möte också borde fatta beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Det motiveras av den stora osäkerhet som finns om kronans växelkurs och dess effekt på inflationen. Köpen av statsobligationer fortsätter under första halvåret 2017, som beslutades i december. Det är också rimligt att återinvestera förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen, enligt Ingves. Under året kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor och återinvesteringarna planeras fortgå under hela året.

Ingves uttalade vidare sitt stöd för förslaget till ny bedömning av intervall för reporäntan på fem till tio års sikt. Denna långsiktiga ränta har sjunkit till följd av flera faktorer som beskrivs i en fördjupningsruta i utkastet till penningpolitisk rapport. Den väntas nu ligga mellan 2,5 och 4,0 procent, vilket är lägre än det tidigare intervallet 3,5–4,5 procent. Det nya intervallet

överensstämmer också med de bedömningar som andra centralbanker gjort för de internationella långsiktiga räntenivåerna. För en liten öppen ekonomi som den svenska påverkas räntan på lång sikt i hög grad av internationella skeenden. Men den kan även påverkas av inhemska ekonomiska obalanser, som kan driva upp räntan över den i omvärlden. Det är därför svårt att med någon högre grad av precision veta var räntenivån verkligen kommer att ligga om fem till tio år. Det föreslagna intervallet förutsätter någorlunda inhemsk ekonomisk balans och det är det svårt att sja om på så lång sikt.

Avslutningsvis upprepade Ingves än en gång att den svenska bostadsmarknaden fortsätter vara högt värderad i ett historiskt perspektiv. Den årliga kredittillväxten hos hushållen är fortsatt hög och uppgick till 7,2 procent för banklån och bostadspriserna steg med 8,6 procent på årlig basis i december. Höga bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning innebär mycket stora risker för den ekonomiska och finansiella stabiliteten, som Riksbanken och internationella organisationer som Europeiska systemrisknämnden (ESRB) och IMF varnat för. Det behövs fortfarande åtgärder inom makrotillsynen, bostadspolitiken och skattepolitiken för att begränsa hushållens skulduppbyggnad och förbättra den svenska bostadsmarknadens funktionssätt. Utan sådana åtgärder riskeras den långsiktiga ekonomiska stabiliteten i Sverige, med risk för spridningseffekter till våra grannländer.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bedömningarna i utkastet till penningpolitisk rapport och att hon också stöder förslaget att ligga kvar med en reporänta på -0,50 procent. Hon delar också bedömningen av reporäntebanan och att det i närtid är en större sannolikhet för att reporäntan sänks än att den höjs. Slutligen ställde hon sig bakom förlängningen av valutainterventionsmandatet.

Som tidigare nämnts under mötet så visar en samlad bedömning av utvecklingen de senaste månaderna såväl i omvärlden som i Sverige att de flesta indikatorer utvecklas i linje med Riksbankens prognoser. I Sverige är förtroendet för svensk ekonomi högt bland både hushåll och företag.

Sysselsättningen har utvecklats starkt och vi ser bristtal i flera branscher vilket talar för att löneökningstakten stiger under prognosperioden. Arbetsmarknaden är dock tudelad. För de grupper som i statistiken kallas utsatta är arbetslösheten betydligt högre än för andra, påpekade af Jochnick. SNS Konjunkturråds senaste rapport belyser denna fråga på ett bra sätt menade hon. Det är centrala problem som Sverige behöver utveckla åtgärder för att hantera. Ju snabbare dessa utsatta grupper kan inkluderas i sysselsättningen desto bättre för samhället och Sveriges framtida tillväxt.

Bedömningar och prognoser ett och två år fram i tiden är alltid osäkra. Som nämns i rapportutkastet, och som flera av hennes kollegor har tagit upp vid dagens möte, så är det ännu inte möjligt att med säkerhet bedöma på vilket sätt den förändrade politiken i USA och Storbritanniens utträde ur EU kommer att påverka världshandel och räntor på kort och lång sikt.

Det står klart att Sverige kommer att påverkas men det är svårt att siffrasätta den politiska osäkerhetens effekter på ekonomin. Den amerikanska och brittiska politikens påverkan på global handel och räntor måste fortsatt analyseras, liksom vilka effekterna kan bli när det gäller svensk utrikeshandel, växelkurs och i förlängningen BNP-tillväxt och inflation, fortsatte af Jochnick. Till detta kommer problemen i Europa som inte bara handlar om osäkra utfall av kommande val i flera länder utan också om förmågan att återställa den europeiska banksektorn till gott skick och hitta lösningar för de länder som fortsatt brottas med problem efter skuldskrisen.

Inflationen utvecklas långsamt i rätt riktning. Det finns de som frågar varför Riksbanken inte är nöjd med inflationsutvecklingen eftersom utfallet för KPIF-inflationen i december var hela 1,9 procent. af Jochnicks bedömning är dock att den underliggande inflationen ännu inte är på stabil mark. I Riksbankens prognoser bedöms flera faktorer hålla tillbaka inflationen under första kvartalet 2017. Det är först en bra bit in på 2018 som inflationen ser ut att stabiliseras runt 2 procent. En faktor som talar för högre inflation under prognosperioden är det fortsatt stigande resursutnyttjandet i ekonomin, menade af Jochnick. Det bidrar till att företagen lättare kan höja priserna på sina produkter.

Kronans växelkurs är också viktig för inflationen. Framöver räknar Riksbanken med att kronan stärks långsamt i takt med konjunkturåterhämtningen. Det är viktigt att förstärkningen sker just långsamt, enligt af Jochnick. Om den skulle ske alltför snabbt kan det leda till att importpriserna ökar långsammare och till att efterfrågan på svensk export blir lägre. Det skulle göra det svårare att få upp inflationen.

En lärdom som af Jochnick tycker att man kan dra från de senaste åren är att Riksbanken vid flera tillfällen bedömt att inflationen skulle nå 2 procent inom det närmaste året men har fått revidera dessa bedömningar av många olika skäl. Till skillnad mot tidigare är nu de långsiktiga inflationsförväntningarna sedan mitten av 2016 tillbaka nära 2 procent, vilket är positivt. Det bör också skapa förutsättningar för att inflationsmålet på 2 procent förblir ett riktmärke i pris- och lönebildningen i Sverige.

af Jochnick tycker sammantaget att mycket talar för att inflationen kommer att stabiliseras runt 2 procent 2018. För att inflationen ska stabiliseras runt 2 procent behöver dock konjunkturen vara fortsatt stark, omvärldens efterfrågan på svenska varor och tjänster behöver öka och kronan bör inte stärkas för snabbt. Trots att bedömningen är att inflationen ska stabiliseras på 2 procent 2018 så är bedömningen kringgärdad av en rad osäkerhetsfaktorer. Enligt af Jochnick är det därför viktigt att behålla den expansiva penningpolitiken och ha fortsatt beredskap att vid behov använda de verktyg som alltid står till Riksbankens förfogande för att göra penningpolitiken mer expansiv.

OECD upprepar i den senaste bedömningen av svensk ekonomi att hushållens skuldsättning bidrar till att svensk ekonomi är sårbar. De åtgärder som OECD föreslår syftar till att förbättra såväl bostadsmarknaden som skuldsättningen. Åtgärdsförslagen ligger väl i linje med Riksbankens

tidigare förslag, påpekade af Jochnick. Även om bostadsprisutvecklingen verkar mattas av något och även om bostadsinvesteringarna för närvarande är höga är hennes bedömning att vad som hittills gjorts på detta område inte är tillräckligt. Därför är det fortsatt mycket angeläget att åtgärder vidtas som bidrar till en långsiktig förbättring genom att effektivisera bostadsmarknaden och få en bättre balans mellan utbud och efterfrågan samtidigt som incitamenten till skuldsättning dämpas. Som OECD påpekar är bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning en uppenbar risk för tillväxten i svensk ekonomi längre fram, fortsatte af Jochnick. En stor andel bostadslån med rörlig ränta gör också att högre räntor snabbt slår igenom i en stor del av bolånestocken. Erfarenheter från andra länder pekar mot att hög skuldsättning ofta fördjupar konjunkturedgångar.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att ställa sig bakom den penningpolitiska rapporten, dess prognoser, överväganden och förslag till penningpolitiskt beslut.

Sedan decembermötet har utmaningarna för den penningpolitiska analysen ökat, fortsatte Skingsley. Å ena sidan har konjunkturdata överlag utvecklats som väntat jämfört med Riksbankens tidigare prognoser; å andra sidan ansåg hon att osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen har blivit större. I sitt inlägg ville hon kommentera två omständigheter som är centrala för hennes ställningstaganden: inflationsförloppet och omvärldsförhållandena. Därutöver ville hon kommentera möjligheterna att använda penningpolitik för att dämpa finansiella obalanser.

Skingsley började med inflationsförloppet och att inflationen mätt med KPIF steg till 1,9 procent i december. Med tanke på att det är den högsta observationen för detta mått sedan 2010 så ser hon utfallet som ett välkommet tecken på att de senaste årens mycket expansiva penningpolitik har fått effekt på inflationen. Samtidigt tog hon fasta på att KPIF exklusive energi inte uppvisat samma tydliga uppgång, då det måttet på inflation noterades till 1,35 procent i december. Sålunda handlar de senaste månadernas uppgång i inflationen till stor del om utvecklingen för energipriser. Ser man till indikatorerna för underliggande inflation är bilden alltså godartad. Men de närmaste månaderna väntas inflationen, oavsett mått, återigen vika ned något. Även om Riksbanken är framgångsrik i att gradvis återföra inflationen till målet och inflationsförväntningarna fortsätter att stiga trendmässigt gör hon bedömningen att inflationen alltså kräver direktionens vaksamhet.

När det gäller omvärldsförhållandena ville Skingsley beskriva det som att den nya politiska ledningen i USA har ökat osäkerheten om viktiga politiska vägval framöver. Decennier av internationella ansträngningar i syfte att minska nationsgränsernas ekonomiska betydelse ifrågasätts och reformer mot en mer inåtvänd ekonomi har påbörjats. Händelseförloppet i USA där de tre makterna, de verkställande, lagstiftande och dömande institutionerna, interagerar om den nya politiken är en form av pågående stresstest av styrelseskicket i världens största ekonomi.

Skingsley anförde vidare att vi ser ut att bevittna en kedja av händelser som inte kan fångas i prognosmodellerna eller som kan tas hänsyn till i Riksbankens närtida penningpolitik. Som verksam i en liten och öppen ekonomi är det emellertid viktigt att tänka kring möjliga scenarier och följdverkningar för Sveriges del. En miljö med mindre politisk förutsägbarhet kan ge upphov till flera olika ekonomiska händelser. Aktivitetsvolymen i specifika sektorer kan påverkas kortsiktigt eller mer strukturellt. Riskpremien för olika typer av företagande kan öka. I USA kan en mer expansiv politik, driva på tillväxt och inflationstryck på kort sikt, men också sluta i statsfinansiella svårigheter. Det är ännu osäkert vad som materialiseras. Därför bedömde hon att det var rimligt att inte göra alltför stora prognosjusteringar denna gång. Det kan dock komma att bli aktuellt senare.

Hon poängterade att det internationella händelseförloppet dock ännu en gång understryker betydelsen av att en liten ekonomi sköter sig på ett sätt som vidmakthåller förmågan till flexibilitet och motståndskraft. Den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas starkt. Förtroendeindikatorer är fortsatt höga och stigande och tillväxtprognosen är något uppreviderad i närtid. Men mot bakgrund av en osäker omvärld behöver Riksbanken också vara beredd på en sämre utveckling. Kronkursen utgör en av de snabbare kanalerna för en svängning. Sedan decembermötet har kronan stärkts oväntat mycket. Till en viss del handlar detta om bättre konjunkturdata. Men det är alltså viktigt att kronutvecklingen inte äventyrar vad penningpolitiken har åstadkommit i termer av ett förbättrat resursutnyttjande och inflation. Därför ställde sig Skingsley bakom den aktuella räntebanan och att förlänga valutainterventionsmandatet. Hon ställde sig bakom mandatet då hon tycker det är viktigt att alltså vara redo att kunna agera snabbt om kronutvecklingen blir ett hot mot inflationsmålsuppfyllelsen.

Avslutningsvis ville Skingsley ta upp ett ämne som återkommande diskuteras, nämligen om penningpolitiken ska användas för att dämpa finansiella obalanser. I Sverige är frågan mest aktuell gällande kreditexpansionen i hushållssektorn. Men debatten om penningpolitikens roll visavi finansiella obalanser är internationell och har decennier på nacken. Debatten har även fokuserat på andra sektorer, särskilt penningpolitikens roll för den kommersiella fastighetsmarknaden och aktiemarknaden.

För Riksbankens del konstaterade hon att det saknas vägledning i förarbetena till den nuvarande riksbankslagen från 1999 och att det vid det här laget är ganska många direktionsledamöter med henne som har kämpat med frågan om penningpolitik och finansiella obalanser. Hon lyfte att hon för egen del vid tidigare tillfällen uttryckt att penningpolitiken kan bidra till att begränsa finansiella obalanser. Hon pekade dock på att det enbart låter sig göras så länge inte kärnuppdraget äventyras, det vill säga att penningpolitiken bedrivs för att nå 2 procents inflation inom rimlig tid.

Åsiktsskillnaderna inom och utanför Riksbanken har varit stora, särskilt om man ser till mängden direktionsreservationer och mediaanalyser under åren 2011 till 2014. De mandat- och beslutsmässiga oklarheterna som råder anser Skingsley har skadat Riksbankens anseende. Därför ser hon det som välkommet att den tillträdande riksbanksutredningen kommer att överväga om penningpolitiken bör ta hänsyn till faktorer som tillgångspriser och finansmarknadernas funktionssätt. Hon konstaterade dock att detta viktiga arbete från utredningen enligt plan kommer att ta drygt 2 år. Under tiden har Riksbanken tillsammans med andra ansvariga parter för det finansiella stabilitetsarbetet, nämligen Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret, att hantera den fortsatta skulduppbyggnaden. Precis som hon har uttryckt tidigare är hon bekymrad över den dåligt fungerande bostadsmarknaden och för den oklara beslutsordningen som råder för makrotillsynsbeslut i Sverige.

Riksbankens direktion har efterlyst ett samlat grepp över flera politikområden. Hon välkomnade därför att även Finansinspektionens ledning efterlyser insatser på flera politikområden förutom sina egna verktyg. Att det även finns en önskan om att Riksbankens penningpolitik väger in hushållens skuldsättning är ett noterbart exempel. I dagsläget, med en alltjämt skör inflationsutveckling, bedömer Skingsley det som mindre möjligt med räntehöjningar som en metod för att minska skuldsättningstakten. Hon konstaterade dock att det är en fråga som kommer tillbaka.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att notera att det sedan det penningpolitiska mötet i december har publicerats ett nytt utfall vardera för inflationen och inflationsförväntningarna. Inflationsutfallet, som avsåg december, redovisade en KPIF-inflation på 1,94 procent. Utfallet låg 0,10 procentenheter över Riksbankens prognos och var det högsta på sex år. Inflationsförväntningarna, enligt Prosperas månadsundersökning i januari för penningmarknadens aktörer, steg i sin tur på samtliga undersökta tidshorisonter. På två års sikt är förväntningarna nu bara en dryg tiondel av en procentenhet under inflationsmålet på 2 procent. Och de viktiga förväntningarna på inflationen om fem år, som kan ses som ett mått på trovärdigheten för inflationsmålet, uppgick till 2,01 procent. Det är den högsta noteringen för de femåriga inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer sedan november 2013. Och för att hitta ett lika högt utfall för förväntningarna på två års sikt får man gå tillbaka ännu längre i tiden, till april 2012.

Med de här siffrorna som utgångspunkt borde Riksbanken väl nu kunna dra slutsatsen att slaget om inflationen äntligen är vunnet och det är läge att i större utsträckning fokusera på när och hur åtstramningar av penningpolitiken ska inledas, fortsatte han. Det är också den slutsatsen som i allt högre grad präglar den offentliga debatten och rapporteringen om Riksbankens penningpolitik. Men Jansson menar för egen del att slutsatsen är för tidigt dragen och dessutom riskfylld. Han ville i det som följer utveckla skälen till varför han anser att så är fallet.

Det kanske viktigaste skälet är att den mer underliggande, efterfrågerelaterade inflationen fortfarande ganska påtagligt lyser med sin frånvaro. I december var visserligen KPIF-inflationen bara några hundradelar av en procentenhet lägre än inflationsmålet, men en stor del av prisökningen förklarades av tillfälliga effekter från stigande energipriser. Exklusive energipriser uppgick KPIF-inflationen till måttliga 1,35 procent. Även om också detta utfall hamnade lite över den senaste prognosen illustrerar det stora bidraget från energipriserna att det är en bit kvar innan man kan vara nöjd med utvecklingen, underströk Jansson. Riksbanken räknar med att bidraget från energipriser kommer att minska de närmaste månaderna och att KPIF-inflationen då sjunker tillbaka tydligt. Inflationen både enligt KPIF och KPIF exklusive energi närmar sig 2 procent på ett mer hållbart sätt först mot mitten av 2018. Riksbankens slutsats är att det krävs en fortsatt stark konjunktur de kommande åren för att inflationen ska stabiliseras runt 2 procent. Att indikatorerna på aktiviteten i ekonomin nu pekar uppåt är en bra början, men räcker inte för att man ska känna sig lugn. Slutsatsen Jansson drog var att det är ganska tydligt att vi inte har en inflationsbild som ger anledning till något festfirande på Riksbanken.

Att i det här läget överfokusera på inflationen mätt med KPIF blir särskilt problematiskt om det leder till att kronans växelkurs förstärks, sade han. Och han tycker inte heller att det i dagsläget känns bra att det i förskott tas ut en framtida förväntad god ekonomisk utveckling i form av en starkare kronkurs redan här och nu. Under senare år har inflationen vid upprepade tillfällen överraskat på nedsidan och en försiktighetsprincip bör därför gälla. Det är först när det verkligen kan verifieras att den ekonomiska aktiviteten sätter avtryck i inflationen som det är motiverat med gradvisa kronförstärkningar. Där är vi inte ännu. I detta perspektiv, menade Jansson, har kronans växelkurs den senaste tiden stärkts alldeles för mycket när den mer underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi bara ökat svagt.

En relaterad aspekt på kronans utveckling under senare tid hänger samman med de marknadsreaktioner som direktionens penningpolitiska beslut i december gav upphov till. Många har här spekulerat i att reservationerna från flera direktionsmedlemmar mot fortsatta köp av statsobligationer var en bidragande orsak till att kronan steg relativt kraftigt i värde. Att protokollet från mötet sedan visade att dessa direktionsmedlemmar också var skeptiska till prognosen för reporäntan i närtid, som innebar en ganska stor sannolikhet för en ytterligare sänkning av räntan, har även det pekats ut som ett skäl till fortsatta förstärkningar av kronkursen. Huruvida detta stämmer eller inte sade Jansson att han inte kunde uttala sig om. Men om det stämmer finns enligt honom all anledning att betrakta marknadsreaktionerna efter decemberbeslutet som klart överdrivna. En majoritet på tre personer, förutsatt att Riksbankschefen är en av dem, kan ju fatta precis samma beslut som en enig direktion utan reservationer, konstaterade han. Och Jansson betonade att han upplevde att majoriteten, som han tillhörde, hade en stark samsyn kring beslutet i december och också var enig om att inte släppa det här innan inflationen är på säker mark.

Ett annat viktigt skäl till varför Riksbanken inte är hemma än och kan börja fokusera på att lägga om penningpolitiken i stramare riktning är, enligt Jansson, att den politiska osäkerheten på flera håll i världen är stor och tilltagande. Att osäkerheten tilltagit framgår bland annat av ränte- och valutakursutvecklingen i USA och Europa. Det diskuteras mer utförligt i utkastet till penningpolitisk rapport. Han påpekade att sannolikheten för att någon av de olika riskerna ska ge upphov till ett riktigt dåligt scenario förmodligen är liten, men att konsekvenserna kan bli dramatiska och skapa ett helt nytt läge om det händer. En våg av protektionism som breder ut sig i stora delar av världsekonomin är exempelvis dessvärre inget omöjligt scenario. Centralbanker skulle naturligtvis ha begränsade möjligheter att motverka en sådan utveckling och det skulle i det läget knappast heller vara så att inflationsutvecklingen utgör det största ekonomiska bekymret att hantera. Men den politiska osäkerheten kan också leda till störningar som inte är fullt så dramatiska och där centralbanker har en tydligare roll. Till exempel kan man tänka sig att hushåll och företag börjar oroa sig för den framtida utvecklingen och därmed drar ner på sin konsumtion och sina investeringar. Oavsett om störningarna skulle bli mer eller mindre dramatiska fann Jansson det mindre lämpligt att i nuläget fundera på penningpolitiska åtstramningar i en liten, väldigt handelsberoende ekonomi som den svenska. I detta läge vill man helt enkelt avvakta tills dimman skingrats, resonerade han.

Sammanfattningsvis menade Jansson att det nu inte går att ta ut någon seger i förskott, även om KPIF-inflationen är mycket nära 2 procent och inflationsmålet är helt trovärdigt. För att det ska kunna bli aktuellt att i större utsträckning fokusera på när och hur åtstramningar av penningpolitiken ska inledas krävs, så som han ser det, att även den mer underliggande inflationen tydligt närmar sig inflationsmålet och att den politiska osäkerheten i omvärlden avtar. Så länge detta inte sker fortsätter det enligt honom att finnas en större sannolikhet för att nästa penningpolitiska åtgärd blir en lättnad snarare än en åtstramning.

Mot den här bakgrunden, och mot bakgrund av att köpen av statsobligationer redan beslutats fortgå under första halvan av 2017, ansåg Jansson att det är bra att den relativt stora sannolikheten för en ytterligare sänkning av reporäntan i närtid, precis som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport, bibehålls. Han tyckte också att det var bra att nu fatta beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Förlängningen av mandatet, som sker till oktober 2017, motiveras av den stora osäkerheten som råder kring utvecklingen av kronans växelkurs och de konsekvenser det kan få för inflationen. Med det ställde Jansson sig också bakom både prognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Han poängterade dock att det svåra penningpolitiska läget som nu råder, med en betydande politisk osäkerhet på många håll i världen som riskerar bita sig fast under en ganska lång tid, gör att direktionen på kommande möten kan behöva överväga att något senarelägga tidpunkten för en första höjning av reporäntan.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** sade inledningsvis att han ställer sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Därefter konstaterade han att utfallen för viktiga makroekonomiska variabler visar på en mycket positiv utveckling för den svenska ekonomin under de senaste åren. Den expansiva penningpolitiken som Riksbanken har bedrivit är en mycket bidragande faktor till detta.

Vid den senaste inflationsmätningen i december var den årliga ökningstakten för KPIF 1,9 procent. Inflationen ligger alltså nära inflationsmålet. Januarimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadens aktörer låg på 2,0 procent. I båda fallen 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. BNP-tillväxten i Sverige är snabb. Enligt den penningpolitiska rapporten beräknas BNP (kalenderkorrigerat) växa med 2,7 procent under 2017. Det är visserligen något lägre än tillväxten under 2016 men fortfarande högt i historisk jämförelse.

Ohlsson konstaterade vidare att Arbetskraftsundersökningarna (AKU) fortsatt visar på en minskande arbetslöshet, i december 2016 låg arbetslösheten på 6,5 procent (ej säsongrensad). Det är lägre än samma månad föregående år. Enligt honom ligger dock arbetslösheten fortfarande på en för hög nivå. Skillnaderna mellan olika grupper blir också allt tydligare, tudelningen ökar. Inrikes födda har en betydligt bättre arbetsmarknadssituation än utrikes födda. En grupp som kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden är medlemmarna i arbetslöshetskassorna. Han noterade att andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna i januari låg på 2,6 procent och att siffran kom dagen före mötet. Det är 0,3 procentenheter lägre än samma månad ett år tidigare. Minskningen måste betraktas som signifikant eftersom denna statistik är totalräknad. Andelen öppet arbetslösa kassamedlemmar är nu lägre än den var före finanskrisen.

Han pekade vidare på att Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar på en ökande brist på arbetskraft. Antalet lediga platser ökar enligt statistik från både Arbetsförmedlingen och SCB. Här, framhöll Ohlsson, är det viktigt att påpeka att en ledig plats inte nödvändigtvis innebär att arbetsuppgiften inte blir utförd. Endast kring 40 procent av de lediga platserna är också vakanser. I övriga fall utförs arbetsuppgifterna av vikarier, bemanningsföretag och liknande.

Slutsatsen av 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. Detta behöver i sig inte vara en restriktion för den nuvarande penningpolitiken. I det rådande ekonomiska läget, när inflationen ligger under målet, finns det enligt Ohlsson ingen målkonflikt mellan real ekonomisk aktivitet och inflation.

Det faktum att inflationen fortfarande ligger under inflationsmålet talar för en fortsatt expansiv penningpolitik. Men, frågade han sig, behövs ytterligare expansiva penningpolitiska åtgärder? När det gäller dagens penningpolitiska beslut är det först en fråga vad som är möjligt att göra. Här menar Ohlsson att det i och för sig är möjligt att göra penningpolitiken mer expansiv, men den viktigare andra frågan är vad som är önskvärt att göra med penningpolitiken. Här handlar det om att väga fördelarna med olika penningpolitiska alternativ mot nackdelarna. Hans penningpolitiska slutsatser vid mötet är att reporäntan bör hållas oförändrad. Beträffande räntebanan menar han att den fortsatt bör utformas så att höjningar av reporäntan kommer att inledas under början av 2018.

Skillnaden mellan den aktuella reporäntan och reporäntebanans minimum tolkas av många som ett mått på sannolikheten för att reporäntan sänks i framtiden. Här menade han att räntebanan borde utformas så att denna sannolikhet ligger på samma nivå som i den reporäntebana som beslutades vid septembermötet och lägre än vid de penningpolitiska mötena i oktober, december och i dagens förslag till penningpolitisk rapport. Han ville dock inte reservera sig på denna punkt.

Avslutningsvis ville han säga att han stöder förslaget att förlänga mandatet för valutainterventioner.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Han konstaterade att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i december har utfall och indikatorer bekräftat Riksbankens bild av en konjunkturåterhämtning i omvärlden och en stark konjunktur i Sverige, och revideringarna av prognoserna är överlag små. Samtidigt är den politiska osäkerheten stor på flera håll i världen och riskerna för bakslag har ökat.

Det är glädjande att konjunkturen i Sverige är stark och att inflationsförväntningarna åter är förenliga med inflationsmålet. KPIF-inflationen var i december dessutom nära 2 procent men det är viktigt att poängtera att den senaste tidens uppgång främst har drivits av tillfälliga faktorer. Direktionens ledamöter bedömer att det dröjer till slutet av 2018 innan inflationen stabiliseras runt 2 procent.

Inflationen har varit låg länge och det krävs ett fortsatt starkt konjunkturläge och att kronan inte stärks för snabbt för att inflationen hållbart ska hamna nära inflationsmålet. Den politiska osäkerheten i omvärlden, som i förlängningen även kan få negativa effekter på den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen, understryker också att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv.

Samtliga ledamöter bedömde att det var lämpligt att nu behålla reporäntan på -0,50 procent. Det finns lite olika åsikter i direktionen om den exakta utformningen av räntebanan men samtliga

i direktionen står bakom reporänteprognosen. Denna avspeglar att det fortsatt finns en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden och att långsamma höjningar inleds först i början av 2018.

En majoritet av ledamöterna ansåg därtill att det var lämpligt att förlänga mandatet som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden, mot bakgrund av den stora osäkerhet som råder kring utvecklingen av kronans växelkurs och de konsekvenser det kan få för inflationen. En ledamot angav att han inte stöder detta förslag.

Köpen av statsobligationer fortsätter enligt den plan som beslutades i december.

Vid mötet diskuterades också aspekter på riskerna med hushållens växande skuldsättning. Direktionen är enig om att dessa risker behöver hanteras med riktade åtgärder inom bostadspolitiken, skattepolitiken och makrotillsynen.

§3. 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.

§4. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att onsdagen den 15 februari 2017 kl. 9.30 offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 3 med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 1 mars 2017 kl. 9.30.

§§ 3 och 4 förklarades omedelbart justerade.

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
www.riksbank.se