



Penningpolitiskt protokoll

September 2017

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 6 september 2017 beslutade Riksbankens direktion att byta från KPI till KPIF som målvariabel för penningpolitiken och att börja använda ett variationsband för att illustrera att inflationsutvecklingen är osäker, samt att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Den första räntehöjningen väntas ske i mitten av 2018, vilket är samma bedömning som i den penningpolitiska rapporten i juli. Köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2017, enligt direktionens beslut i april.

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

I omvärlden fortsätter konjunkturen att stärkas men inflationen är dämpad. Normaliseringen av penningpolitiken runt om i världen ser ut att ta längre tid än väntat.

Direktionen konstaterade att den svenska ekonomin är stark och att det är välkommet att inflationen efter en lång tid under målet nu vänt upp och ligger nära 2 procent. Men det finns en del tillfälligheter bakom den allra senaste inflationsuppgången och kronan har stärkts snabbare än i prognosen i juli.

Flera ledamöter poängterade att det har krävts en mycket expansiv penningpolitik för att få upp inflationen och att det vore riskfyllt att nu göra penningpolitiken mindre expansiv. För att inflationen ska stabiliseras kring målet behöver konjunkturen vara fortsatt stark och sätta avtryck i prisutvecklingen. Kronans utveckling är också av stor betydelse för inflationen. En stor eller snabb förstärkning av kronan skulle göra det betydligt svårare att stabilisera inflationen kring målet. Det skulle exempelvis kunna ske om svensk penningpolitik avviker för mycket från omvärldens.

Flera ledamöter lyfte frågan om överhettning i svensk ekonomi och konstaterade att det i nuläget inte syns några tydliga tecken på detta eftersom varken priser och löner stiger på ett obalanserat sätt. Men utvecklingen i bostadssektorn kräver särskild uppmärksamhet. Hushållens höga skuldsättning är något som Riksbanken oroas sig för länge. Skulderna har ökat under lång tid, även när räntorna var högre, till följd av strukturella problem. Obalanser har således byggts upp och det skapar risker för den svenska ekonomin. Men efter en lång tid med inflation och inflationsförväntningar under målet behöver penningpolitiken fokusera på att värna inflationsmålet.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2017-09-06
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
Mattias Ankarhem
Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Sophie Brauner
Meredith Beechey Österholm
Carl-Andreas Claussen
Hans Dellmo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Jens Iversen
Jesper Johansson
Ola Melander
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Jonas Niemeyer
Christoffer Nordenlöw (§ 1-4A)
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Anders Vredin

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Carl-Johan Belfrage skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll.

§1. Beslut om målvariabel och variationsband

Direktionen beslutade enligt förslaget, [protokollsbilaga A](#).

§2. Den ekonomiska utvecklingen

Christoffer Nordenlöw från avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Upptäckningen av den geopolitiska osäkerheten som skett på Koreahalvön tycks hittills inte ha lämnat några bestående avtryck i marknadsprissättningen. Trots relativt god statistik och indikatorer är långa statsobligationsräntor fortsatt låga. Framförallt tyngs räntorna av att förväntningarna har dämpats avseende snara minskningar av de stora centralbankernas obligationsinnehav. För svensk del har god makroekonomisk statistik och indikatorer bidragit till att ränteskillnaden mot tyska räntor har ökat något de senaste veckorna. Den amerikanska dollarn har sedan det penningpolitiska mötet i juli försvagats gentemot såväl euron som den svenska kronan. Bakom detta ligger bland annat dämpade förväntningar på amerikansk finans- och penningpolitik men även starkare makroekonomiska data än väntat för både euroområdet och Sverige. Även i handelsvägda termer har den svenska kronan stärkts. Inför dagens penningpolitiska möte förväntar sig de allra flesta analytiker att Riksbanken håller reporäntan oförändrad och kommer att höja räntan under 2018. De flesta tror att den första höjningen kommer under första halvåret, det vill säga något tidigare än enligt reporäntebanan i juli prognosen. Ingen ny kommunikation beträffande tillgångsköpen förväntas. Vissa analytiker tror att ett beslut fattas om ny målvariabel och att ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent börjar användas.

Anders Vredin, tillförordnad chef för Avdelningen för penningpolitik, inledde med att notera att prognoserna och de penningpolitiska antagandena diskuterats med direktionen vid möten den 22, 23 och 29 augusti. På ett möte med direktionen den 31 augusti diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Därefter redogjorde Vredin för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. En viktig förutsättning för hur det går i svensk ekonomi är vad som sker i omvärlden. Den globala konjunkturen har under året blivit starkare, i linje med Riksbankens prognoser, och världshandeln har stigit. Men även om konjunktursignalerna i omvärlden är goda är den globala inflationen dämpad och normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden ser generellt ut att gå långsamt. Övrigt låga inflationsutfall i USA har bidragit till att skifta ned förväntningarna på Federal Reserve och förväntningarna på ECB:s penningpolitik har följt efter. Nedsiktet i förväntningarna på penningpolitiken i Storbritannien förklaras av sämre statistik än väntat och ökade farhågor om en "hård Brexit".

Vredin uppehöll sig sedan en stund vid sommarens delvis svårtolkade utfall för den svenska ekonomin. BNP-tillväxten i Sverige var oväntat stark andra kvartalet men utfallet bygger på en snabbversion av nationalräkenskaperna och är därför mer osäkert än vanligt. Dessutom bedöms utfallet ha inslag av tillfälligheter, vilket föranlett en smärre revidering av prognosen för det tredje kvartalet. Sammantaget förväntas dock tillväxten 2017 bli högre än i den prognos som redovisades i den penningpolitiska rapporten i juli. Det gäller även 2018, då främst till följd av att regeringen annonserat en mer expansiv finanspolitik än vad som låg i den tidigare bedömningen. Den osedvanligt starka tillväxten till trots steg arbetslösheten till en oväntat hög nivå i juli. Denna statistik tenderar dock att vara extra osäker under sommaren. En del av den senastetidens variation i arbetslöshetsutfallen kan dessutom hänföras till uppskattningar av den förhållandevis svåråtgångade nivån på arbetslöshet bland utrikes födda. Arbetslösheten bedöms nu falla tillbaka i augusti och september och längre fram väntas den bli lägre än i juli prognosen på grund av både högre sysselsättning, till följd av högre BNP och efterfrågan, och lägre arbetskraftsutbud. Migrationsverket har reviderat ned sin prognos för antalet beviljade uppehållstillstånd.

Vredin konstaterade vidare att inflationen var oväntat hög i juli. Mätt med KPIF uppgick den till 2,4 procent efter överraskande höga tjänste- och energiprisutfall. En metodförändring när det gäller paketresor, liksom tillfälligt höga flygpriser, talar visserligen för att det delvis handlar om tillfälligheter men en starkare efterfrågan gör att inflationen ändå väntas bli något högre framöver än tidigare beräknat.

Kronans växelkurs är viktig för inflationsutvecklingen och kronan är ungefär 3 procent starkare än i juli prognosen. Bedömningen är att detta delvis förklaras av oväntat starka svenska makrodata. Kronförstärkningen är därmed delvis ett symptom på förväntningar om ett högre svenskt inflationstryck.

Vice riksbankschef **Per Jansson** efterfrågade en närmare analys av kronförstärkningens konsekvenser och vad olika scenarier för den kommande normaliseringen av penningpolitiken i Sverige och omvärlden kan innebära för utvecklingen av kronans växelkurs. Han påpekade att det kan finnas anledning att oroa sig för den del av kronförstärkningen som inte har sin grund i att makroutfallen har varit starkare i Sverige än i omvärlden.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inflikade att eftersom kronförstärkningen kan förmodas sätta ytterligare nedåtpress på varuprisutvecklingen, så innebär den att en inflation nära målet kräver ovanligt snabbt stigande tjänstepriser.

Anders Vredin instämde i att detta är viktiga frågor och redogjorde avslutningsvis för några viktiga teman som diskuterats i beredningen.

Ett tema har varit hur man ska tolka det höga BNP-utfallet. Hur mycket är tillfälligt och hur mycket tyder på en annan trend? Ska det högre BNP-utfallet tolkas som hög efterfrågan eller högt utbud? Beroende på vilken tolkning man gör blir konsekvensen för inflationsprognosen

olika. Produktiviteten har varit oväntat stark, vilket skulle kunna tala för lågt inflationstryck. Men den höga produktiviteten är en avspeglning av att antalet arbetade timmar utvecklats oväntat svagt. Timutfallet är dock osäkert vilket gör utfallet för produktiviteten osäkert. Samtidigt finns det också många indikationer på att efterfrågan är hög. Sammantaget är bedömningen att efterfrågan är högre än i juli-prognosen, vilket medfört att lönerna och inflationen reviderats upp något.

Ett annat tema har varit tolkningen av det överraskande höga inflationsutfallet. Hur mycket av överraskningen är tillfällig och hur mycket tyder på en högre trend? Bedömningen är att drygt hälften av överraskningen har att göra med tillfälligheter samtidigt som det också finns tecken på en högre underliggande inflation.

Ett tredje tema har varit de ovan diskuterade tolkningarna av kronförstärkningen sedan det penningpolitiska mötet i juli.

Ett fjärde tema har varit frågan om överhettning i den svenska ekonomin. Hittills förekommer riktigt höga nivåer på efterfrågan och resursutnyttjande främst inom vissa enstaka sektorer. Det låga kostnadstrycket i ekonomin talar mot att det för närvarande skulle råda en generell överhettning. Däremot behöver Riksbanken fortsätta att vara uppmärksam på möjliga symtom på överhettning, såväl i ekonomins som helhet som i enskilda sektorer.

§3. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att inflationsbilden har fortsatt att förbättras sedan det penningpolitiska mötet i juli. Det har publicerats två nya inflationsutfall, för juni och juli. Precis som för april och maj var båda utfallen högre än väntat. För juli hamnade KPIF-inflationen på strax under 2,4 procent, att jämföra med en prognos på cirka 1,8 procent. Eftersom energipriserna alltjämt lämnar positiva bidrag till inflationen var utfallet för KPIF-inflationen exklusive energipriser något lägre, drygt 2,1 procent. Det väntade utfallet var här 1,7 procent. Vad gäller det stora prognosfelet för juli kan det vara värt att påpeka att även marknadsprognoser som gjordes strax före publiceringen av utfallet relativt kraftigt underskattade inflationsutvecklingen.

Jansson framhöll att ett viktigt skäl till att inflationen under de senaste månaderna börjat ta fart är att tjänsteprisutvecklingen vänt uppåt ganska rejält. Att så skett var tydligt redan vid det penningpolitiska mötet i juli. I mars ökade tjänstepriserna med måttliga 1,2 procent. Motsvarande ökningstakter i april och maj var 2,3 respektive 2,4 procent. Och nu har utvecklingen accelererat ytterligare, till 2,8 i juni och hela 3,2 procent i juli. Uppgången bedöms visserligen till en del vara ett resultat av tillfälliga faktorer, men man får gå tillbaka till början av 2000-talet för att hitta en lika hög siffra för tjänsteprisinflationen. Utvecklingen är förstås glädjande men tydliggör samtidigt att Riksbanken i dagsläget i hög grad är beroende av snabbt

stigande tjänstepriser för att klara av att stabilisera inflationen nära inflationsmålet. Och den uppgiften kommer ju inte att bli lättare framöver när kronans växelkurs börjar dämpa inflationen, poängterade han.

Jansson påpekade att utvecklingen av inflationsförväntningarna också är en viktig anledning till att inflationsbilden förbättras. Även här har två nya utfall publicerats sedan det förra penningpolitiska mötet, Prosperas månadsundersökning i juli och augusti för penningmarknadens aktörer. Utfallen visar att förväntningarna fortsätter att stiga trendmässigt på alla undersökta tidshorisonter. För förväntningarna på inflationen om två och fem år är avvikelserna från inflationsmålet fortsatt mycket små. Förväntningarna på ett års sikt har samtidigt stigit snabbt den senaste tiden och ligger nu för penningmarknadens aktörer en bit över 1,8 procent. Det är den högsta noteringen för de ettåriga inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer sedan november 2011.

Han konstaterade att det mot bakgrund av de oväntat höga inflationsutfallen nu i utkastet till penningpolitisk rapport föreslås en upprevidering av prognosen för både KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energi priser under det närmaste året. Efter mitten av 2018 är dock de föreslagna prognosjusteringarna för de bägge inflationsmåten små. Visserligen är utgångspunkten nu att BNP-tillväxten och resursutnyttjandet under kommande år blir högre än tidigare väntat. Detta leder normalt sett så småningom till något högre inflation. Men den snabba tillväxten är driven av en stark produktivitetsutveckling, vilket håller tillbaka kostnadstrycket i ekonomin. Även den oväntat stora förstärkningen av kronans växelkurs under sommarmånaderna bidrar till att dämpa utsikterna för inflationen framöver. Sammantaget tar dessa effekter i stort sett ut varandra och prognosförändringarna blir därmed små.

Jansson noterade att förslaget att revidera upp inflationsprognosen det närmaste året, men att därefter lämna den i stort sett oförändrad, leder till att inflationen nu väntas vara nära 2 procent under hela prognosperioden. Under resten av innevarande år fram till våren nästa år förutses visserligen en viss avmattning i prisutvecklingen, men KPIF-inflationen håller sig ändå nära målet och bottnar på som lägst cirka 1,7 procent under inledningen av 2018. Han ställde sig bakom denna bedömning av inflationsutvecklingen samt övriga prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ställde sig också bakom det antagande för penningpolitiken som dessa prognoser grundar sig på och sade att det i sammanhanget är viktigt att understryka den nära koppling som här finns mellan penningpolitiken och inflationen – den utveckling av inflationen som prognostiseras förutsätter en fortsatt påtagligt expansiv penningpolitik, i överensstämmelse med den räntebana som redovisas i rapportutkastet.

Det starka ekonomiska läget i Sverige har lett till att ordet överhettning dykt upp då och då den senaste tiden, fortsatte Jansson. Man talar till exempel i Dagens Industri om att även närsynta nu kan se överhettningstendenserna i Sverige och ett antal medlemmar i den så kallade skuggdirektionen vill med hänvisning till bland annat ett högt resursutnyttjande börja höja räntan

redan vid dagens penningpolitiska möte. Hans intryck är dock att även om dessa röster ofta tar ganska stor plats i debatten så utgör de ett undantag. Det handlar vanligtvis inte om att man anser att den svenska ekonomin redan idag är överhettad utan om att man ser en risk för att så kan bli fallet inom en inte alltför avlägsen framtid. Om, och i så fall hur snart, vi riskerar en överhettning är givetvis en mycket viktig fråga. Den bedömning Jansson gör när han väger samman argumenten är att det är en bit kvar tills det på allvar finns anledning att oroa sig för detta.

Vad man traditionellt menar med överhettning är att efterfrågan är så stark och resursutnyttjandet i ekonomin så högt att löneökningarna och inflationen börjar skena iväg. I ett sådant läge kan penningpolitiken behöva stramas åt ganska snabbt och kraftigt för att man inte ska tappa kontrollen över pris- och löneutvecklingen. När man tvingas bromsa på detta sätt tenderar också risken för bakslag i realekonomin att öka. Jansson har dock svårt att tro på någon sådan riktig ketchup-effekt för inflationen, dels för att den ökat långsamt till de nivåer den ligger på idag, trots att Riksbanken under relativt lång tid har fört en expansiv politik, dels för att löneökningarna för närvarande är måttliga. Det kommer säkert att uppstå flaskhalsar inom vissa områden, men hans bedömning just nu är att risken för en generell överhettning i svensk ekonomi inte är så stor att den motiverar några ändringar i vare sig den faktiska eller den förväntade penningpolitiken. Till bilden hör också att Riksbankens direktion är tydlig med att den kan tolerera en inflation som tillfälligt blir något högre än inflationsmålet.

Utvecklingen av skulder och bostadspriser är en fråga som Jansson menar att man måste diskutera separat från frågan om en generell överhettning. Bostadspriser och skulder har ökat trendmässigt under lång tid och reporäntan har varit både ganska hög och mycket låg under denna period. Det är en tydlig indikation på att problemen på bostadsmarknaden i hög grad är strukturella. Han anser att den debatt som förs ofta felaktigt ger intrycket att problemen med stigande skulder och bostadspriser i det närmaste skulle vara lösta om Riksbanken bara övergav minusräntan. Men reala räntor har fallit runt om i världen under flera decennier och är idag mycket låga. Detta är inget centralbankerna kan påverka, men de måste förhålla sig till den låga reala räntan när de bedriver sin penningpolitik. Det innebär att även i ett penningpolitiskt normalläge, och till och med när penningpolitiken är åtstramande, så kommer ränteläget att vara osedvanligt lågt. Även detta talar för att penningpolitiken inte är något särskilt lämpligt verktyg för att hantera problemen på bostadsmarknaden.

Jansson ville avsluta med att kort kommentera de tre villkor för att börja diskutera en avveckling av den mycket expansiva penningpolitiken som han lanserade vid det föregående penningpolitiska mötet. Det första och klart viktigaste villkoret är att den mer underliggande inflationen under ett flertal månader behöver ligga nära 2 procent. Eftersom det bara har gått ett par månader sedan mötet är det förstås ännu inte möjligt att dra några slutsatser vad gäller detta villkor. Inflationen har dock, som han varit inne på, fortsatt att överraska på uppsidan och ligga

nära målet. Det är givetvis en bra början. Men, fortsatte Jansson, precis som han påpekade förra gången så gäller det att klara det viktiga "testet" framöver när olika tillfälliga effekter, energipriserna och kronans växelkurs inte längre inverkar positivt på inflationsutvecklingen.

Det andra villkoret är att kronans växelkurs inte får appreciera för fort och för mycket. På den här punkten finns enligt Jansson anledning till oro. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har kronan apprecierat tydligt snabbare än väntat. Mot euron uppgår förstärkningen till knappt 2 procent, medan den mot den amerikanska dollarn ligger på mer än 6 procent.¹

Precis som framhålls i utkastet till penningpolitisk rapport är en kronförstärkning som sker som ett resultat av en oväntat stark ekonomisk utveckling i Sverige inte lika problematisk som en förstärkning som äger rum utan några andra gynnsamma förändringar i svensk ekonomi. Därför är det särskilt oroväckande med den stora och snabba förstärkningen mot den amerikanska dollarn. Den beror ju i stor utsträckning på negativa händelser i amerikansk ekonomi. För att inte få ytterligare en ovälkomen åtstramning av de svenska finansiella förhållandena är det framöver av stor betydelse att kronförstärkningen minskar i styrka och följer en betydligt mjukare bana. Om så inte sker är risken överhängande för att denna fråga snart blir skarp i direktionens penningpolitiska diskussioner, resonerade han.

Det tredje och sista villkoret handlar om att andra centralbanker, framförallt ECB men även den amerikanska centralbanken Federal Reserve, i större omfattning måste börja avveckla sin expansiva politik eller åtminstone bli mer konkreta kring hur de avser att göra det. Tyvärr har det inte heller på den här punkten skett några nämnvärda framsteg, sade Jansson. Under senare tid har det mer eller mindre varit total radiotystnad från både ECB:s och Federal Reserves sida vad gäller nya klargörande besked kring hur en normalisering ska gå till. Denna tystnad i kombination med en del negativa ekonomiska nyheter har lett till att det, jämfört med läget i juli, på marknaden uppstått förväntningar om en mer expansiv penningpolitik i både euroområdet och USA. Hans sammanfattning var att normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden går långsamt och för stunden, i alla fall enligt förväntningarna på marknaden, till och med åt fel håll.

Jansson håller fast vid den bedömning han gjorde i juli – att det kommer att vara mycket svårt för Riksbanken att helt upphöra med nya tillgångsköp vid årsskiftet om ECB fortsätter med ytterligare köp. Om Riksbanken skulle välja att gå den vägen och marknaden har någorlunda rätt i sin uppskattning av hur mycket ECB:s tillgångsköp kommer att trappas ned under 2018, så skulle Sveriges relativa finansiella förhållanden stramas åt påtagligt nästa år. Det skulle, så som han nuser det, allvarligt äventyra förutsättningarna för Riksbanken att kunna stabilisera inflationen nära 2 procent.

¹ Räknat från den 3 juli, stängning kl 17:30.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att ställa sig bakom förslaget att vid dagens möte lämna reporäntan oförändrad. Han ställde sig också bakom utkastet till penningpolitisk rapport och den prognos som ligger däri, inklusive prognosen för vilken reporänta som blir lämplig framöver.

Utvecklingen i omvärlden har varit i linje med den prognos Riksbanken lade i början av juli i samband med det förra penningpolitiska mötet, konstaterade Flodén. Utvecklingen i den amerikanska ekonomin är alltså fortsatt stark och konjunkturen i euroområdet är på väg uppåt samtidigt som inflationen är dämpad. Det mest anmärkningsvärda i omvärldens ekonomiska utveckling är att dollarn har fortsatt att försvagas mot många valutor.

Förklaringen till den svagare dollarn är förmodligen en kombination av att inflationstrycket förefaller vara oväntat lågt i den amerikanska ekonomin och att tidigare förväntningar på en mer expansiv finanspolitik inte verkar infrias. Istället väntas då penningpolitiken bli mer expansiv genom att Federal Reserves räntehöjningar sker i en långsammare takt. Som en följd har euron stärkts ganska kraftigt mot dollarn – med 5 procent efter det penningpolitiska mötet i juli och med 13 procent i år. Den starkare euron i kombination med en fortsatt dämpad inflation i euroområdet har bidragit till att marknaden nu förväntar en mer expansiv penningpolitik även från ECB. Förväntningarna på både Feds och ECB:s penningpolitik har alltså skiftat i expansiv riktning sedan juli mötet.

I Sverige har sommarens datautfall varit starka. Inflationen i juni och juli var betydligt högre än Riksbankens prognos. Merparten av den överraskande höga inflationen verkar ha orsakats av tillfälliga faktorer, särskilt av metodförändringar som medfört ett ändrat säsongsmönster i priserna för paketresor. Om de tillfälliga inflationseffekterna rensas bort är inflationsuppgången mer blygsam, men det syns då fortfarande en tydligt uppåtgående trend i den underliggande inflationen. Den här inflationsuppgången är välkommen efter den långa perioden med alltför låg inflation. Den stärker förtroendet för inflationsmålet och kommer därför på sikt bidra till att penningpolitiken inte behöver ha samma punktbevakning av den kortsiktiga inflationsutvecklingen.

Även realekonomin fortsätter att utvecklas starkt, fortsatte Flodén. BNP-tillväxten i andra kvartalet var enligt SCB:s snabbestimat betydligt högre än Riksbankens prognos. De senaste veckornas datautfall och förtroendeindikatorer tyder visserligen på en liten försvagning, men det råder ändå inget tvivel om att svensk konjunktur är stark och resursutnyttjandet högt. Trots det höga resursutnyttjandet är det svårt att se tydliga tecken på att ekonomin överlag är överhettad. Lönetrycket är fortsatt ganska svagt och prognosen för löneökningarna framöver har endast reviderats upp marginellt. Hushållens konsumtion växer inte oroadt snabbt utan i en ganska

normal takt, och hushållens sparkvot är hög. De offentliga finanserna är starka och bytesbalansen visar överskott.

Det som sticker ut jämfört med historiska mönster är främst aktiviteter kopplade till bostäder och byggande. Riksbanken har under lång tid oroats av att bostadspriserna och hushållens skuldsättning stigit snabbt. En faktor som har bidragit till de stigande priserna, och därmed också till den högre skuldsättningen, är att byggandet varit lågt under flera decennier. Detta har förändrats under de senaste två till tre åren, då byggandet har ökat snabbt. Dagens högre nivå på byggandet kan bidra till en bättre balans mellan utbud och efterfrågan på bostadsmarknaden på sikt, enligt Flodén, men i närtid ser han den snabba förändringen i sektorns aktivitetsnivå som ett orosmoment som kräver viss bevakning. Det är till exempel viktigt att finansieringen av byggprojekten inte baseras på kalkyler som förutsätter fortsatta prisuppgångar.

Flodén utvecklade sedan sina penningpolitiska överväganden. Han förespråkade alltså en oförändrad reporänta och prognos för reporäntan framöver trots att både inflationen och BNP-tillväxten har utvecklats starkare än prognosen i juli. Det är framförallt två faktorer som gör att han fortfarande bedömer att räntan sannolikt behöver ligga kvar på dagens nivå till mitten av nästa år. Den ena faktorn är, som han redan nämnt, att de senaste månadernas inflationsöversraskningar verkar domineras av tillfälliga komponenter. Den andra faktorn är att skillnaden mellan svenska och utländska statsobligationsräntor har ökat och att kronan har stärkts med ungefär 3 procent under sommaren. Detta som en följd både av starka svenska data och av förväntningarna på en mer expansiv penningpolitik i omvärlden. Den starkare kronan håller tillbaka inflationen under nästa år och bidrar även till att dämpa konjunkturutvecklingen.

Flodéns bedömning är att det i det här läget, efter en blygsam upprevidering av det medelfristiga inflationstrycket, skulle vara riskabelt att strama åt penningpolitiken utöver den åtstramning som redan har prisats in av marknaden genom kronans appreciering. Förtroendet för inflationsmålet är knappast helt återställt efter den långa perioden med låg inflation. Om inflationen faller tillbaka alltför mycket under det kommande halvåret är det risk att inflationsförväntningarna återigen börjar falla på ett problematiskt sätt och att resultatet istället blir att Riksbanken tvingas skjuta räntehöjningar ännu mer på framtiden.

Trots att han förespråkade samma ränteprognos som vid det föregående penningpolitiska mötet tycker han att osäkerheten kring den här prognosen har ökat. De senaste inflationsutfallen är svårtolkade, dels för att de avviker så mycket från Riksbankens och andras prognoser, dels för att erfarenheterna av SCB:s nya metod för att mäta priserna på paketresor fortfarande är begränsade. De kommande månadernas inflationsutfall blir därför viktiga för tolkningen av inflationstrycket, och kan möjligen leda till att den svenska inflationsuppgången trots allt bedöms

vara mer persistent än tillfällig. Det skulle i så fall kunna tala för att den första reporäntehöjningen kan ske lite tidigare än i prognosen.

Två andra faktorer som kan komma att motivera en något mindre expansiv penningpolitik rör finanspolitiken och löneökningarna. Riksbankens prognos för den offentliga konsumtionen nästa år har höjts efter de besked regeringen gett inför höstbudgeten. En mer expansiv finanspolitik kan, beroende på hur den utformas, leda till ett högre inflationstryck. Men det är för tidigt att dra penningpolitiska slutsatser av beskeden innan det finns konkreta förslag och beslut om budgeten, enligt Flodén. Den andra faktorn är löneökningarna. Riksbanken har upprepade gånger överraskats av att löneökningarna blivit låga trots den allt starkare konjunkturen. Men den senaste tiden har det synts vissa små tecken på att löneglidningen ökar, och för första gången på nästan två år görs nu en upprevidering av prognosen för konjunkturlönerna, om än marginellt. Tydligare indikationer på att löneökningarna ökar i linje med det starka resursutnyttjandet och i linje med prognoserna från i vintras och förra hösten skulle också kunna motivera en något mindre expansiv penningpolitik.

Men Flodéns bedömning är att osäkerheten kring räntebanan även har ökat åt andra hållet, det vill säga att sannolikheten även har ökat för att den första räntehöjningen måste skjutas på framtiden. Detta som en följd av osäkerheten kring det utländska inflationstrycket och därmed kring omvärldens penningpolitik. En långsammare normalisering av styrräntan i USA och fortsatt mycket expansiv penningpolitik i euroområdet medför att kronan tenderar att stärkas och skulle göra det mindre lämpligt med tidiga svenska räntehöjningar. Höstens kommunikation och beslut från de stora centralbankerna kommer att förtydliga de yttre förutsättningar som omger den svenska penningpolitiken och som påverkar den lämpliga tidpunkten för en första höjning av reporäntan.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att ställa sig bakom prognoserna, beskrivningen av det ekonomiska läget i den penningpolitiska rapporten och förslaget till penningpolitik.

Hon konstaterade vidare att det har tagit längre tid, och krävt mer långtgående penningpolitiska stimulanser än prognostiserat, att återföra svensk inflation till en takt nära målet. I strävan efter inflationsmålsuppfyllelse har Riksbanken också, i enlighet med lagstiftarens intentioner, kunnat stödja de allmänna ekonomiska målen om hållbar tillväxt och hög sysselsättning, påpekade Skingsley.

Med bidrag från återhämtningen i omvärlden väntas svensk tillväxt i år bli över 3 procent. Sedan minusräntan och obligationsköpen inleddes våren 2015 har sysselsättningen i Sverige ökat med närmare 200 000 personer. Sysselsättningsgraden har stigit med 1 procentenhet samma period, och man måste gå tillbaka till åren innan den globala finanskrisen för att hitta liknande tal.

Som det framgår av den penningpolitiska rapporten står sig alltså bilden av en stark svensk konjunktur och inflation nära målet. En viktig del i Riksbankens bedömning är emellertid att den förda penningpolitiken lämnas oförändrad.

Debatten kring dagens penningpolitiska besked kommer till stor del att handla om varför Riksbanken inte påbörjar räntehöjningar eller åtminstone förflyttar räntebanan i riktning mot tidigare höjningar, förutspådde Skingsley och förklarade varför hon inte stöder ett sådant beslut.

Först påminde hon om att debatten om den svenska ekonomins starka tillväxt och hur penningpolitiken bör reagera på den inte hade kunnat äga rum om inte Riksbanken varit uthållig i sin strävan att leverera en måluppfyllelse i enlighet med sitt lagstadgade uppdrag.

För en liten och utrikeshandelsberoende ekonomi, som den svenska, är det centralt med ett tydligt och kvantitativt ekonomisk-politiskt ramverk, fortsatte Skingsley. Det understödjer omvärldens förtroende och bidrar till förutsägbarhet för ekonomiska aktörer. I dagarna är det 25 år sedan Riksbankens viktigaste styrränta var 500 procent, mellan den 17 och 21 september 1992. Till skillnad från idag var omvärldens förtroende för Sverige då rekordlågt och det ekonomisk-politiska manöverutrymmet uttömt. Det blev en rad smärtsamma år för hundratusentals svenskar med förlorade arbeten och försämrat välstånd. Efter den så kallade 1990-talskrisen sattes i bred anda flera viktiga reformer av riksdagen och i form av överenskommelser på arbetsmarknaden. I en värld där mycket är osäkert ska omgivningen kunna lita på att Sverige tar ansvar för hållbara offentliga finanser och ett stabilt penningvärde.

Riksbanken har inom ramen för gällande lagstiftning använt både styrränta och expanderad balansräkning för att sköta sin del av detta ansvar, det vill säga ett stabilt penningvärde preciserat till en inflationstakt kring 2 procent, konstaterade Skingsley. Uthållighet är viktigt, fortsatte hon. Under de senaste åren med inflation under målet har många påståenden cirkulerat om att Riksbanken inte skulle kunna lyckas stabilisera inflationen kring 2 procent igen. Exempelvis har det hävdats att globalisering och digitala tjänster skulle uttradera möjligheterna till framtida inflation. Ett annat exempel är påståendet att arbetsmarknadens avtalsförhandlare borde bortse från tvåprocentsmålet i lönebildningen och ett tredje exempel är att Riksbankens obligationsköp inte skulle kunna mäta sig med de europeiska motsvarigheterna. Uthållighet är som sagt viktigt, upprepade Skingsley.

Därmed inte sagt att penningpolitiken saknar problematiska sidoeffekter, fortsatte hon. Låga räntor länge har också bidragit till växande skulder i hushållssektorn och därmed till ökad sårbarhet i samhälls ekonomin. Detta är inte nytt utan något företrädare för Riksbanken har varnat för länge, såväl när styrräntan var 2 procent 2011 som vid 1 procent 2013 och återigen nu i denna senaste rapport. I likhet med tidigare har den penningpolitiska rapporten därför skrivningar om att stigande skulder gör hushållen känsliga för störningar. Hushållens höga skuldsättning och höga bostadspriser gör även banksystemet sårbart och ytterligare arbete behövs för att motverka dessa risker.

Skingsley återknöt sedan till Riksbankens bedömning att den nuvarande penningpolitiken med oförändrad ränta och räntebana är en förutsättning för att inflationen ska stabilisera sig kring 2 procent. Men man kan också göra andra bedömningar, noterade hon. Det är rimligt att diskutera tidpunkten för att påbörja normaliseringen av penningpolitiken och metoden för hur det i så fall kan ske. För att börja med metoden, skulle det vara aktuellt med en tidigare lagd åtstramning handlar det i så fall om att ändra reporäntebanan. Även om hon reserverat sig mot de pågående obligationsköpen, menade Skingsley att ett förtida avbrott av dessa köp vore en åtgärd med mycket svårbedömda effekter. Detta eftersom det råder större osäkerhet om obligationsköpens stimulans effekter än om effekterna av ändrad reporänta eller ändrad prognos för reporäntan.

Skingsleys bedömning är att det i dagsläget inte finns tillräckligt med övertygande tecken som motiverar en tidigare åtstramning av penningpolitiken än vad som ligger i prognosen. Med tanke på hur lång tid och kraftfulla åtgärder som krävs för att uppnå dagens inflation är det viktigt att värna vad som har åstadkommit, poängterade hon.

Den internationella makroekonomiska utvecklingen är fortsatt positiv men omvärldens penningpolitiska normalisering går långsamt och sedan Riksbankens förra möte väntas den gå ännu lite mer långsamt. Växelkursen är av betydelse efter den långa perioden med låg inflation och en alltför snabb kronförstärkning skulle kunna ske om Riksbankens penningpolitik skiljer sig för mycket från omvärldens, noterade Skingsley.

Vad gäller tecken på finansiella obalanser återknöt Skingsley till sin tidigare kommentar om problematiken kring bostadsmarknaden och samspelet med banksektorn, som enligt henne är den finansiella riskfaktorn som kan få störst inverkan på Riksbankens möjligheter att sköta sitt uppdrag.

I den inhemska svenska makroekonomiska miljön menade Skingsley att det i nuläget inte är uppenbart att det finns växande risker för obalanser, eller mer populärt kallat överhettning. Kostnadstrycket är fortfarande lågt och en betydande del av andra kvartalets överraskande starka tillväxt kan förklaras av hög produktivitet vilket bidrar till måttligt kostnadstryck framöver. Tendenser till växande makroekonomiska obalanser behöver emellertid bevakas och diskuteras mer framöver, avslutade Skingsley.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon stödjer de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport och att hon också ställer sig bakom förslaget att behålla reporäntan och reporäntebanan i enlighet med beslutet i vid det penningpolitiska mötet i juli 2017. Köpen av statspapper ska också fortsätta enligt tidigare beslut.

af Jochnicks övergripande syn är att utvecklingen i omvärlden och Sverige i stora drag fortsätter i enlighet med Riksbankens prognoser i juli. Konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter. Världshandeln växer och arbetsmarknaden förbättras i många länder. Men den globala

inflationen är fortsatt dämpad. Riksbanken räknar dock med att inflationen i omvärlden framöver kommer att stiga till följd av ökat resursutnyttjande.

Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden i omvärlden har dock hittills inte bidragit till en snabb uppgång i lönerna. Det kan, enligt af Jochnick, bero på att produktiviteten är låg. Det kan också bero på att den låga inflationen i sig begränsar löneökningarna. Det finns också en risk att låg inflation under en lång period drar ner inflationsförväntningarna. Det reser under alla omständigheter frågan om sambandet mellan högt resursutnyttjande och inflation inte är lika starkt som tidigare i flera länder.

I USA fortsätter ekonomin att utvecklas väl, menade af Jochnick, även om vissa indikatorer legat lite lägre än vad som prognostiserats. Den amerikanska regeringens diskussioner om förändringar av skatter, handelsavtal och sjukvård skapar osäkerhet om utvecklingen framöver vilket kan dämpa den ekonomiska aktiviteten något. Samtidigt växer sysselsättningen och arbetslösheten är nere på en låg nivå i ett historiskt perspektiv. Uppgången i löneökningstakten har dock varit ganska måttlig. På senare tid har den underliggande inflationen fallit tillbaka något. Men Riksbanken räknar med att den uppåtgående trenden i inflationen fortsätter i takt med fallande arbetslöshet och stigande resursutnyttjande.

af Jochnick konstaterade också att återhämtningen i euroområdet går allt bättre och såväl tillväxt som inflation utvecklas i stort i linje med Riksbankens prognoser. I euroområdet finns det mer ledig kapacitet än i USA och någon tydlig uppgång i den underliggande inflationen väntas inte förrän 2018. De kommande åren väntas tillväxten mattas något men ändå vara tillräckligt stark för att resursutnyttjandet skall fortsätta stiga och arbetslösheten falla. Utsikterna är alltså litet ljusare i euroområdet nu men risker kvarstår när det gäller skuldsättning och hantering av sårbarheter i det finansiella systemet, menade hon.

Till detta kommer att eurons utveckling framöver kommer att ha stor betydelse, inte minst för inflationsutvecklingen. Både euron och kronan har stärkts sedan i somras, delvis som en följd av starka utfall för centrala indikatorer men också som en följd av att dollarn försvagats. Dollarn har sannolikt försvagats bland annat till följd av ändrade förväntningar om inriktningen av den ekonomiska politiken i stort och om penningpolitiken i USA. Omvärldens penningpolitik kommer att ha stor betydelse för utvecklingen framöver. En central fråga för Sverige är hur kronan utvecklas under hösten gentemot de stora världsvalutorna. Särskilt viktig blir kronans utveckling gentemot euron eftersom en stor del av Sveriges utrikeshandel sker just med euroområdet, påtalade hon.

I Sverige fortsätter ekonomin att utvecklas starkt med oväntat höga utfall för BNP-tillväxt och inflation. Resursutnyttjandet kommer vara högre än normalt de närmaste åren. Enligt historiska samband kan därmed lönerna väntas öka snabbare och inflationen bli högre framöver. De normerande löneavtal som slöts tidigare i år indikerar dock att löneökningarna blir ganska måttliga under åren framöver, menade af Jochnick.

af Jochnick lyfte också fram att den svaga återhämtningen i euroområdet de senaste åren kan ha bidragit till lägre löner även i Sverige. Lönerna i euroområdet påverkar löneläget i Sveriges konkurrensutsatta tillverkningsindustri, som i sin tur är normerande för det svenska löneläget. Nu räknar Riksbanken med att löneökningstakten de närmaste åren blir måttlig och lägre än vad de historiska sambanden med resursutnyttjandet indikerar. Det är dock en osäker prognos som reser viktiga frågor. Hon frågade sig om arbetsmarknaden inte bara i Sverige utan också i flera andra länder påverkats av globalisering, ny teknik och e-handel på sätt som innebär att relationen mellan mått på inhemskt resursutnyttjande och inflation har förändrats. Hon konstaterade att detta är ett viktigt område att fortsätta analysera och diskutera.

Att det under sommaren kommit starka tillväxts- och inflationssiffror är glädjande, konstaterade hon vidare, men det kan inte tas som intäkt för att det underliggande inflationstrycket i Sverige är tillräckligt starkt. Inflationstrycket stiger långsamt och de höga inflationsutfallen i juni och juli är positiva men förklaras delvis av tillfälliga faktorer.

En viktig faktor i af Jochnicks penningpolitiska avvägning är att inflationen och inflationsförväntningarna bör vara stabila runt 2 procent innan penningpolitiken stramas åt. Dämpade löneökningar talar för att det inhemska kostnadstrycket ännu är ganska måttligt trots den starka BNP-tillväxten. Hennes bedömning är därför att penningpolitiken fortsatt behöver vara expansiv tills inflationen varaktigt stabiliseras runt 2 procent.

Hushållens höga skuldsättning och de högt uppdrivna bostadspriserna skapar fortsatt sårbarheter för svensk ekonomi längre fram. En långsiktigt hållbar utveckling i svensk ekonomi förutsätter en kombination av åtgärder inom flera politikområden påtalade af Jochnick.

af Jochnick avslutade med att konstatera att penningpolitiken under senare år har varit mycket expansiv och syftat till att bevara inflationsmålets viktiga roll som ankare för pris- och lönebildning i Sverige. Penningpolitiken har starkt bidragit till att svensk ekonomi och inflation nu utvecklas väl. Ett lika tydligt fokus på måluppfyllelse från andra berörda politikområden skulle bidra till att minska sårbarheterna för den finansiella och makroekonomiska stabiliteten.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att ställa sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Han konstaterade vidare att den expansiva penningpolitiken som Riksbanken har bedrivit, och bedriver, har gett goda resultat. Alla viktiga makroekonomiska variabler visar på en mycket positiv utveckling för den svenska ekonomin under de senaste åren.

Vid den senaste inflationsmätningen i juli låg den årliga ökningstakten för KPIF på hela 2,4 procent, fortsatte Ohlsson. Motsvarande mätning för juli 2016 var 1,4 procent. Den uppmätta inflationstakten låg alltså över inflationsmålet i juli. Det handlar dock om en mätning enstaka månad. Augustimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadsaktörer låg på 2,1 procent. Förväntningarna på två års sikt var i samma mätning

2,0 procent och förväntningarna på ett års sikt låg på 1,8 procent. Ohlsson menade att inflationen i såväl utfall som förväntningar behöver mer stabilt ligga nära inflationsmålet innan det går att säga att målet är nått. Men det är otvetydigt att Sverige är mycket nära inflationsmålet om vi ser till trenderna i såväl inflation som inflationsförväntningar.

Ohlsson påtalade sedan att även utvecklingen för de reala makroekonomiska storheterna är god. BNP-tillväxten är snabb. Vid det penningpolitiska beslutet i juli hade det kommit ett svagt utfall för BNP-tillväxten under det första kvartalet 2017. Ohlsson påpekade vid det tillfället att det är viktigt att komma ihåg att det fortlöpande sker revideringar av nationalräkenskaperna, att preliminära utfall ändras. Den första preliminära beräkningen av BNP-tillväxten för det andra kvartalet 2017 ligger på hela 4,0 procent jämfört med samma kvartal föregående år. Ohlsson menade att hans tidigare påpekande att fortlöpande revideringar alltid brukar ske är lika relevant för detta preliminära utfall. Det är viktigt att vara försiktig i tolkningar av preliminära utfall, såväl när de är lägre än förväntat som när de är högre än förväntat. Enligt den penningpolitiska rapporten beräknas BNP (kalenderkorrigerat) växa med 3,4 procent under både 2017. Prognosen för 2018 är 2,8 procent. Det är höga tal i historisk jämförelse menade han.

Idag ligger arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningarna på ungefär samma nivå som före finanskrisen. Samtidigt är antalet lediga platser och antalet vakanser fördubblade jämfört med läget före finanskrisen enligt statistik från både Arbetsförmedlingen och SCB. Detta illustrerar att de nuvarande matchningsproblemen på arbetsmarknaden är mycket mer betydande än de var före finanskrisen. Samtidigt är de ekonomisk-politiska utmaningarna som följer av detta inte enbart förknippade med det aggregerade efterfrågeläget i ekonomin. Andra politikområden har viktiga uppgifter i att förbättra matchningen på arbetsmarknaden.

Ohlsson tycker att det är glädjande att arbetslösheten minskar trendmässigt, men arbetslösheten ligger fortfarande enligt hans mening på en för hög nivå.

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

Det samlade resursutnyttjandet i den svenska ekonomin har nu passerat normala nivåer. Det kan förväntas bli än högre de kommande åren. Ohlsson menade att det, i sig, inte behöver vara en restriktion för den nuvarande penningpolitiken. I det rådande ekonomiska läget, när inflationen ännu inte stabiliserats nära målet, menar Ohlsson att det inte finns någon målkonflikt mellan real ekonomisk aktivitet och inflation. Vad är det som Riksbanken kan oroa sig för i denna situation frågade han sig retoriskt. Att kostnadstrycket stiger? Att vi ser tecken på löneglidning? Att

inflationen blir högre? Ja, men det är just högre inflation som Riksbanken strävar efter tills inflationen har stabiliserats nära målet.

Inflationen ligger alltså ännu inte helt stabilt nära målet. Detta är det avgörande argumentet för en oförändrad penningpolitik just nu, avslutade Ohlsson.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att han tyckte att det är bra att direktionen vid dagens möte fattat beslut om att göra KPIF till målvariabel för penningpolitiken. I praktiken har KPIF länge fungerat som operativ styråra och det formella bytet av målvariabel kommer inte att påverka Ingves bedömning av penningpolitikens inriktning för att nå målet. Ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent införs också för att illustrera att utfallen varje månad inte kommer att vara exakt 2 procent. De senaste årens utveckling illustrerar den slutsatsen mer än väl. Men Riksbanken fortsätter förstås att inrikta penningpolitiken på att nå inflationsmålet på 2 procent.

Riksbankens bild av den ekonomiska utvecklingen har varit ganska stabil under det senaste halvåret. Det har ännu inte ackumulerats tillräckligt med ny information som skulle tala för en särskilt annorlunda bild. Det är glädjande att bilden av en stark konjunktur och stigande inflation står sig. I omvärlden fortsätter återhämtningen, tillväxten har breddats, omfattar fler länder och sektorer, och världshandeln växer.

Ingves konstaterade vidare att indikatorerna i USA talar för en fortsatt måttlig återhämtning, även om det noteras vissa svaghetstecken. Dollarn har försvagats, vilket kan bero på ökad osäkerhet om finanspolitisk stimulans och förändrade förväntningar om den framtida penningpolitiken. I euroområdet noteras återhämtning i allt fler länder och den politiska osäkerheten har minskat. Men även om utsikterna är litet ljusare finns fortsatta risker i det finansiella systemet som kan skapa problem för realekonomin. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) bli cirka 2,5 procent i år för att sedan mattas av något de närmaste åren.

Inflationen i omvärlden steg i slutet av 2016 och i början av 2017 till följd av stigande energipriser. Sedan dess har de positiva bidragen från energipriserna minskat och hållit tillbaka inflationen. Framöver väntas inflationen i högre grad drivas av stigande resursutnyttjande, särskilt i USA som ligger långt fram i konjunkturen. I euroområdet finns däremot mer ledig kapacitet som bör hålla tillbaka uppgången i underliggande inflation under en tid. Även den starkare euron kan bidra till att fördröja inflationsökningen. Det är också anmärkningsvärt att kärninflationen i omvärlden² varit lägre än 2 procent sedan flera år tillbaka. Mot den bakgrunden konstaterade Ingves att det kanske inte är så märkligt att en normalisering av penningpolitiken

² KPI/HIKP rensad för energi och matpriser; KIX-viktad exkl. Kina, Indien och Brasilien.

bland de stora centralbankerna har dragit ut på tiden och går långsamt. Det går inte att komma undan när man reflekterar över vad som är en lämplig penningpolitik i Sverige menade han.

Det är alltså ett lågt men stigande inflationstryck i vår omvärld. Sammantaget väntas inflationen i omvärlden (KIX-viktad) stiga från 1,1 procent 2016 till 1,9 procent 2017 och 2018 och till 2,2 procent 2019.

I Sverige är konjunkturen stark och resursutnyttjandet högre än normalt. BNP-tillväxten under andra kvartalet i år blev betydligt högre än väntat. Även om det starka BNP-utfallet är osäkert och kan revideras talar olika indikatorer för en fortsatt stark utveckling ytterligare några år.

Inflationen i Sverige mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 och blev högre än väntat i juni och juli. Delvis beror den senaste tidens inflationsuppgång på tillfälliga effekter. Det handlar bland annat om tillfälligt kraftiga prisökningar på utrikesresor. Det talar för att inflationen sjunker tillbaka något den närmaste tiden. Men delvis har det också varit en relativt bred uppgång i tjänstepriserna. Konjunkturen är starkare och sammantaget har prognosen för inflationsutvecklingen reviderats upp något. Det finns goda förutsättningar för en inflation nära inflationsmålet under prognosperioden.

Men det förutsätter att svensk penningpolitik fortsätter att vara expansiv, påtalade Ingves. Ökad produktivitet och dämpade löneökningar innebär att det inhemska kostnadstrycket fortfarande är måttligt trots den starkare konjunkturen. Kronan har också stärkts snabbare än Riksbanken räknade med i juli. Till det kommer det tidigare konstaterade faktumet att kärninflationen i omvärlden fortfarande ligger under 2 procent, fortsatte Ingves. Kostnadstrycket i euroområdet, som spelar en så viktig roll för det svenska näringslivet, är fortfarande lågt; löneökningarna är måttliga vilket också förefaller smitta av sig på Sverige.

Det innebär inte att det saknas uppåtrisker för den svenska inflationen, menade Ingves. Men skulle inflationen framöver bli högre än vad Riksbanken räknar med är det inte svårt att vända inriktningen på penningpolitiken och göra den mindre expansiv. Men som han ser det befinner sig Riksbanken inte alls i den situationen idag.

Ingves konstaterade vidare att ett centralt skäl till att behålla inriktningen på svensk penningpolitik är att normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden fortsätter att gå långsamt. Jämfört med prognosen i juli finns nu förväntningar om en något mer expansiv penningpolitik i omvärlden. Marknadens förväntningar om den framtida styrräntan har sjunkit både i USA och euroområdet. I det läget vore det oförsiktigt och riskabelt för Riksbanken att gå före centralbankerna i de stora valutaområdena och börja minska stimulansen i penningpolitiken menade han. Det skulle bidra till uppenbara risker för en kraftig förstärkning av kronan och lägre inflation i Sverige. Om växelkursen stärks och inflationen dämpas skulle det behöva kompenseras med ännu högre inhemska efterfrågan och öka risken för bakslag längre fram. Inflationen har legat under 2 procent i sex års tid och de femåriga inflationsförväntningarna har legat under 2 procent

i tre års tid. Samtidigt har det krävts en extraordinär penningpolitik för att återföra inflationen till målet och vända inflationsförväntningarna. Mot den bakgrunden är det nu inte dags att ändra på penningpolitiken. Inflationen och inflationsförväntningarna behöver ett mera varaktigt "fäste" än de har idag, och med den historia vi har i bagaget skulle en inflationstakt över målet en tid inte vara något större problem, konstaterade Ingves.

BNP-tillväxten väntas i år bli drygt 3 procent i Sverige. Men samtidigt är realräntan på obligationer med lång löptid negativ. En förklaring är att den globala långsiktiga realräntan har fallit trendmässigt de senaste decennierna, bland annat till följd av demografiska faktorer. En åldrande befolkning och längre livslängd har ökat sparandet och pressat ned realräntan. Den globala realräntan är även dämpad till följd av låg innovationskraft och låg BNP-tillväxt efter finanskrisen. Det kommer att ta tid innan den globala realräntan normaliseras. I en liten öppen ekonomi råder man inte över den utvecklingen, vilket också spelar en roll när det gäller räntesättningen i Sverige.

I Sverige väntas BNP-tillväxten bli relativt hög under prognosperioden. Ingves bedömer att en god tillväxt och en negativ lång realränta i svensk ekonomi knappast kan samexistera på längre sikt. Någon gång måste någonting ge vika. Antingen fortsätter tillväxten att vara god, resursutnyttjandet stiga och då ökar den långa realräntan så småningom till positiva tal. Eller så väntar ett mer obehagligt scenario som vi inte vet så mycket om framöver. Riksbankens penningpolitik utgår ifrån det förstnämnda scenariot.

Ett dåligt scenario i Sverige kan till exempel utlösas av någon negativ extern störning och bli allvarligt eftersom Sverige är extremt utlandsberoende och har stora obalanser på bostads- och fastighetsmarknaden. De inhemska obalanserna är efter en lång tids uppgång i huspriser och hög skuldsättning i privat sektor stora.

Ingves konstaterade att det efter en lång period med låg inflation är viktigt att Riksbanken fortsätter arbetet med att säkerställa inflationsmålets centrala roll som ankare för pris- och lönebildningen i Sverige. Penningpolitiken behöver därför inriktas på att bidra till att inflationen varaktigt är omkring målet 2 procent. Små höjningar av reporäntan skulle ha små effekter på hushållens skuldsättning. En kraftigt höjd reporänta skulle säkerligen kunna bromsa skuldbyggnaden men samtidigt leda till att arbetslösheten ökar och att trovärdigheten för inflationsmålet urholkas. Det här är en trade-off som i dagsläget inte har någon bra "lagom" lösning, menade Ingves. Riksbanken saknar sektorspecifika instrument för att hantera finansiella obalanser i hushållssektorn. Finansinspektionens förslag om skärpt amorteringskrav från 1 januari 2018 är ett steg i rätt riktning. Men det behövs ytterligare åtgärder på flera områden för att minska riskerna med hushållens skuldsättning, öka hushållens motståndskraft och förbättra den svenska bostadsmarknaden. Om man analyserar alla lån till hushåll och icke-finansiella företag i

Sverige visar det sig att cirka 70 procent av alla lån har fastigheter som säkerhet.³ Det betyder att skuldsättningen är stor i flera led i den svenska ekonomin: både hushållen och fastighetsbolagen har stora skulder till de systemviktiga bankerna, som har stora mängder lån med fastigheter som säkerheter på sina balansräkningar. Till det kommer att bankerna finansierar ungefär hälften av sin utlåning genom marknadsfinansiering varav cirka två tredjedelar i utländsk valuta. Om inga ytterligare åtgärder vidtas finns uppenbara risker för den svenska ekonomins stabilitet längre fram på talade Ingves.

I utkastet till penningpolitisk rapport noteras att penningpolitiken normaliseras långsamt i omvärlden, och det är för tidigt att ändra penningpolitikens inriktning i Sverige, upprepade Ingves. Mot den bakgrunden ställde han sig bakom förslaget att behålla reporäntan oförändrad på -0,5 procent och prognosen att reporäntan ligger kvar på den nivån till mitten av 2018, då långsamma höjningar inleds. Köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2017, i enlighet med beslutet i april, avslutade han.

§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade

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

§5. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under §§ 1 och 4 med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 7 september 2017 kl. 9.30, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 21 september 2017 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

³ Av alla lån till hushåll och icke-finansiella företag utgjordes 47 procent av bostadslån till hushåll, 5 procent av övriga fastighetslån till hushåll, och 17 procent av lån med fastighet som säkerhet till icke-finansiella företag. SCB, Finansmarknadsstatistik, juni 2017.

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