



# Penningpolitiskt protokoll

April 2017

# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 26 april beslutade Riksbankens direktion att fortsätta köpa statsobligationer under andra halvåret 2017, både nominella och reala, motsvarande 7,5 respektive 7,5 miljarder kronor. Därtill kommer återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Reporäntan behålls på -0,50 procent och först i mitten av 2018 väntas nu reporäntan höjas.*

Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av konjunktur- och inflationsutvecklingen som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Konjunktoren fortsätter att stärkas, men det politiska läget utomlands skapar risker för den ekonomiska utvecklingen framöver. Flera ledamöter framhöll det motsägelsefulla i omvärldsutvecklingen med starka förtroendeindikatorer och en bättre konjunktur samtidigt som olika risker för ett sämre scenario var relativt stora. Det noterades att utvecklingen i euroområdet varit positiv men att inflationstrycket där fortfarande är lågt och att ECB kommer att föra en mycket expansiv politik under överskådlig tid.

Inflationen i Sverige har stigit trendmässigt några år men det bedöms nu ta lite längre tid innan den stabiliseras runt 2 procent. I ett läge där inflationsuppgången väntas bli långsammare och den ekonomiska osäkerheten i omvärlden är fortsatt stor var direktionen enig om att det behövs en fortsatt expansiv penningpolitik för att ge stöd åt inflationsuppgången. Utformningen av penningpolitiken i omvärlden är också av stor betydelse i sammanhanget. Ledamöterna diskuterade vidare utfallet i de löneavtal som nyligen slutits på den svenska arbetsmarknaden. Dessa indikerar något lägre löneökningar än Riksbanken tidigare räknat med och därigenom ett lägre kostnadstryck. En central fråga för Riksbanken framöver blir att analysera vilken nivå på resursutnyttjandet som krävs för att inflationen mer varaktigt ska komma upp till 2 procent.

Samtliga ledamöter bedömde att det var lämpligt att nu behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och att reporäntan behöver hållas på dagens låga nivå ett kvartal längre än i prognosen i februari. Först i mitten av 2018 väntas räntan höjas. Vice riksbankschef Henry Ohlsson hade föredragit en första räntehöjning i början av 2018 men avstod från att reservera sig på denna punkt.

En majoritet ansåg också att köpen av statsobligationer bör utökas, med nominella statsobligationer för 7,5 miljarder kronor och reala statsobligationer för 7,5 miljarder kronor. Detta motiverades av det något lägre inflationstrycket i Sverige, stor osäkerhet kring den politiska och ekonomiska utvecklingen i omvärlden samt risken för en alltför snabb förstärkning av kronan om den svenska penningpolitiken skulle avvika alltför mycket från omvärldens.

Tre ledamöter reserverade sig mot beslutet att utöka köpen. De uteslöt dock inte att fortsatta köp skulle kunna bli aktuella senare. Motiven för reservanterna var att penningpolitiken i dagsläget är tillräckligt expansiv och ytterligare stimulanser troligen inte skulle kunna ge ett ännu starkare stöd till uppgången i inflationen.





# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 2

DATUM: 2017-04-26

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  
Claes Berg  
Meredith Beechey Österholm  
Sophie Brauner  
Charlotta Edler  
Bo Enegren  
Mattias Erlandsson  
Kerstin Hallsten  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Christina Nyman  
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1)  
Maria Sjödin  
Lena Strömberg (§ 1)  
Ulf Söderström  
Anders Vredin

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Bo Enegren skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll.

## §1. Den ekonomiska utvecklingen

**Carl-Fredrik Pettersson** från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Perioden sedan det penningpolitiska mötet i februari har präglats av politisk osäkerhet i omvärlden. Positiv statistik och indikatorer har dock fortsatt att ge stöd åt börserna. I synnerhet har utvecklingen på de europeiska börserna varit positiv, vilket förstärktes i och med att osäkerheten förknippad med det franska presidentvalet lättade något efter utgången av första valomgången. Statsobligationsräntor i Sverige är något lägre än vid det penningpolitiska mötet i februari. Efter utgången av den första omgången i det franska valet steg tyska obligationsräntor samtidigt som obligationsräntorna sjönk i länder där osäkerheten om den ekonomiska och politiska utvecklingen är större. Ränteskillnaden mellan till exempel Frankrike och Tyskland är nu tillbaka på samma nivå som i slutet av 2016. Kronkursen försvagades under veckorna efter det förra penningpolitiska mötet, men har åter förstärkts de senaste dagarna och är nu ungefär på samma nivå som vid förra mötet. Inför dagens penningpolitiska möte förväntar sig en majoritet av analytikerna en oförändrad reporänta. Ett fåtal analytiker ser att Riksbanken kan komma att skjuta räntehöjningar på framtiden.

**Christina Nyman**, biträdande chef för Avdelningen för penningpolitik, redogjorde för ny information som tillkommit sedan den penningpolitiska rapporten bordlades. Utfallet för arbetsmarknaden enligt AKU i mars var oväntat starkt och sysselsättningen ökade samtidigt som arbetslösheten sjönk mer än väntat. Utfallet är dock förknippade med stor osäkerhet, vilket beskrivs i den penningpolitiska rapporten. Därtill kommenterade Nyman kort utfallet av Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer som publicerades på morgonen.

**Anders Vredin**, chef för Avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han konstaterade att prognosen för omvärlden i stort sett var oförändrad jämfört med föregående prognos i februari. BNP-tillväxten i KIX-länderna bedöms uppgå till drygt 2 procent, vilket är högre än den trendmässiga tillväxten och innebär därmed ett högre resursutnyttjande och inflationen väntas mot denna bakgrund stiga gradvis. Vredin noterade vidare att världshandeln utvecklats starkt de senaste månaderna och att förtroendeindikatorer tyder på fortsatt god tillväxt, men att hårddata hittills inte utvecklats lika starkt som indikatorerna. Han konstaterade också att det fortfarande råder stor osäkerhet om politiken i omvärlden.

Vredin noterade vidare att BNP-tillväxten i Sverige mattades av i början av 2016 men att tillväxten steg tydligt det fjärde kvartalet och att genomsnittet för 2016 därmed uppgick till cirka 3 procent. Även i år väntas en tillväxt på cirka 3 procent. Liksom i omvärlden är indikatorerna så här långt något starkare än hårddata. Riksbankens bedömning är att tillväxten efter hand dämpas ned mot den långsiktiga tillväxttakten som bedöms vara cirka 2 procent. Ett skäl till att BNP-

tillväxten dämpas framöver är att det blir allt svårare för företagen att hitta den personal de söker. Arbetslösheten väntas sluta sjunka till följd av att den huvudsakligen består av personer med en svag ställning på arbetsmarknaden.

Vredin konstaterade att det senaste inflationsutfallet för mars månad blev cirka 0,2 procentenheter lägre än väntat. Detta berodde dock i huvudsak på tillfälliga faktorer och har därför inte påverkat inflationsprognosen på kort sikt. Däremot tyder utfallen i avtalsrörelsen så här långt på att kostnadstrycket är lite svagare än vad Riksbanken tidigare räknat med. Samtidigt har kronan varit lite svagare än bedömningen i februari och väntas vara så framöver vilket bidrar till lite högre inflation. Sammantaget väntas inflationen stiga i takt med att resursutnyttjandet stiger men det är en ganska ryckig utveckling kring den uppåtgående trenden och inflationsprognosen är något nedreviderad.

Vredin avslutade med att notera att prognoserna i den penningpolitiska rapporten bygger på antagandet att penningpolitiken är fortsatt expansiv, till och med något mer expansiv än i prognoserna från februari. Köpen av statsobligationer utökas under andra halvåret 2017 med 15 miljarder kronor, varav 7,5 miljarder kronor nominella och 7,5 miljarder kronor reala statsobligationer. Reporäntan behålls oförändrad på -0,50 procent och den första räntehöjningen väntas ske först i mitten av 2018, det vill säga ett kvartal senare än i föregående prognos.

Därefter sammanfattade Vredin huvuddragen i den penningpolitiska beredningsprocessen. Han noterade att prognoserna och de penningpolitiska antagandena diskuterats med direktionen vid möten den 6,10 och 12 april. På ett möte med direktionen den 19 april diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport. Vredin identifierade framför allt tre viktiga teman som diskuterats under processen. Det första av dessa var utvecklingen i omvärlden, där konjunkturuppgången i världsekonomin fortsätter och omfattar alltfler länder. Det senaste halvåret har utfall och indikatorer gett fog för optimism och det är möjligt att kraften i konjunkturuppgången underskattas. Flera ledamöter har samtidigt lyft betydelsen av risker för bakslag kopplade till den ekonomisk-politiska utvecklingen. Dessa risker, som t.ex. ökad grad av protektionism, har hittills inte satt spår i indikatorer som konsument- och företagsförtroende och det är svårt att siffrasätta eventuella konsekvenser om någon av dessa risker skulle materialiseras, men hög osäkerhet i sig kan komma att bidra till svagare tillväxt och lägre inflation än väntat. I den här diskussionen har också betydelsen av skillnaderna mellan penningpolitiken i Sverige och omvärlden tagits upp.

En annan diskussion har förts om den pågående avtalsrörelsen. Parterna inom industrin träffade nyligen treåriga avtal som ger ungefär 2,2 procent i arbetskostnadsökningar per år. Det nya avtalet har slutits i ett starkare konjunkturläge än det föregående ettårsavtalet. Trots detta är nivån densamma. Nivån på avtalet motiverar att prognosen för totala löneökningar justeras ned med ett par tiondelar. Men på arbetsmarknaden pågår en diskussion om hur avtalet ska tolkas

och det är möjligt att löneökningarna utöver avtalen stiger mer än väntat p.g.a. bristen på arbetskraft inom vissa områden.

Ytterligare en diskussion har förts om huruvida det krävs ett ännu starkare resursutnyttjande än i Riksbankens prognoser för att inflationen ska stiga och varaktigt nå 2 procent. Detta med tanke på att KPIF-inflationen i genomsnitt sedan 2000 endast uppgått till 1,5 procent. Bedömningen i huvudscenariot är att det stigande resursutnyttjandet ska göra det lättare för företagen att höja sina priser, något också Riksbankens företagsundersökning ger skäl att förvänta. Men denna bedömning är osäker, då inflationstrycket är lågt i många länder trots en allmänt mycket expansiv penningpolitik.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom den penningpolitiska rapporten, dess överväganden och prognoser inklusive räntebanan, samt förslaget att lämna reporäntan oförändrad. Hon sade sig dock inte se några övertygande argument för att stödja förslaget om ytterligare obligationsköp om 15 miljarder kronor av skäl som hon senare skulle utveckla.

Skingsley noterade att den globala konjunkturen fortsätter att förbättras, att inflationstrycket i omvärlden fortfarande generellt är svagt men att det stiger gradvis i takt med högre resursutnyttjande. Förtroendeindikatorer stiger i många länder och är i Sverige sedan en tid på historiskt höga nivåer. Hon konstaterade vidare att svenska konjunkturdata är fortsatt starka i linje med Riksbankens prognoser, särskilt på arbetsmarknaden och att inflationen mätt med KPIF stigit trendmässigt sedan 2014. Skingsley poängterade att det svenska inflationsutfallet i mars visserligen var en besvikelse men att det berodde på särskilt volatila komponenter som kan väntas stiga igen. De mer trögrörliga priserna steg däremot vilket är välkommet och inflationsförväntningarna stiger också i de flesta mätningar.

Skingsley noterade vidare att trots att arbetsmarknaden utvecklats något starkare än väntat så indikerar utfallen i avtalsförhandlingarna att kostnadstrycket i Sverige kan förväntas bli något svagare än tidigare prognostiserat. Enligt den nya prognosen väntas inflationen mätt som KPIF stabiliseras runt 2 procent i början av 2019 istället för i slutet av 2018 enligt den förra prognosen. Att kostnadstrycket blir lägre trots högre resursutnyttjande kan enligt Skingsley bero på flera olika saker. Det kan till exempel handla om kvarvarande effekter från finanskrisen som håller nere efterfrågan. Sådana effekter kan penningpolitiken hantera. Om det däremot handlar om mer långvariga och strukturella förändringar och det lägre kostnadstrycket kan visa sig mer varaktigt är den penningpolitiska responsen inte lika enkel. Den kommer också att påverkas av hur den samlade ekonomiska politiken hanterar strukturförändringarna.

Skingsley framhöll att både industrin och handeln hanterat snabba teknologiska förändringar och hård konkurrens och att detta är viktiga frågor för Riksbanken att fortsätta undersöka. Det sker bland annat via Riksbankens återkommande företagsintervjuer. Den penningpolitiska rapporten innehåller en bra fördjupning om riskerna med en ökad protektionism. Det gäller enligt Skingsley att vi inte stannar vid analysen om protektionism utan också granskar frågor om företags och hela branschens anpassning till exempelvis digitalisering, robotteknik och artificiell intelligens. Teknologiska förändringar har i likhet med förändrade handelsvillkor också stor inverkan på enskilda länders ekonomiska förutsättningar. Även företagens investeringsplaner och ägarnas avkastningskrav är områden som behöver belysas när produktionsförhållanden förändras. Detta är enligt Skingsley långsiktiga frågor som Riksbanken behöver komma tillbaka till.

Skingsley hävdade att man på kortare sikt även behöver väga in internationella osäkerhetsfaktorer i penningpolitiken. Bland Sveriges viktigaste handelspartners inom EU och USA tycks det finnas en motsägelsefull kombination av en överraskande stark konjunktur och företag och hushåll som är både optimistiska och osäkra på en och samma gång. Hon noterade också att den penningpolitiska rapporten samtidigt beskriver en omvärldspolitik som är mycket osäker, till exempel med ökad risk för protektionism. Som skolad nationalekonom lutar Skingsley åt att försämrade förutsättningar för global handel kommer att vara tillväxtdämpande. Men sett till de höga förtroendeindikatorerna som just nu går att avläsa tycks denna oro inte vara särskilt utbredd. Det kan enligt Skingsley till och med vara så att en stor del av ekonomins aktörer tror att det blir bra med en förändrad politisk inriktning framöver. Hon ser dock inte att de här motsättningarna kommer att hålla i det långa loppet. Antingen visar det sig att ekonomins aktörer varit för optimistiska om den cykliska utvecklingen och/eller politikens inriktning och att det blir ett bakslag. Eller så visar sig osäkerheten varit överdriven och återhämtningen fortgår. Oavsett vilket av dessa scenarier man tror på behöver den penningpolitiska beredskapen enligt Skingsley vara fortsatt stor. Som hon tidigare uttryckt gäller det fortfarande att en liten ekonomi som den svenska sköter sig på ett sätt som vidmakthåller förmågan till flexibilitet och motståndskraft.

Att Skingsley i nuläget inte ställer sig bakom ytterligare obligationsköp beror på att hon för närvarande saknar övertygande argument för ett sådant beslut. Att hon idag inte stödjer denna stimulans ska dock inte uppfattas som att hon utesluter stimulansbehov vid ett senare tillfälle. Enligt Skingsley är de möjliga stimulansverktygen de samma som Riksbanken redogjort för i tidigare rapporter. Skälen hon ser till att ytterligare stimulans kan behövas är just den betydande osäkerheten om ekonomiska strukturförändringar och den motsägelsefulla omvärlden som hon tidigare beskrivit.

Avslutningsvis poängterade Skingsley att hon delar synen hos kollegor i direktionen som ser risken för en alltför snabb appreciering av kronan om Riksbankens penningpolitik avviker från



ECB:s politik. Samtidigt bedömer hon att det, givet det starka nuläget i svensk ekonomi, finns manöverutrymme att avvakta eventuella stimulansbeslut till senare möten.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att inflationsbilden försämrats något sedan det penningpolitiska mötet i februari. Det senaste inflationsutfallet, som avsåg mars, redovisade en KPIF-inflation på 1,47 procent, att jämföra med en prognos på 1,65 procent. För KPIF-inflationen exklusive energipriser var utfallet 1,01 procent och prognosen 1,17 procent. Det är viktigt och positivt att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna sedan en tid är tillbaka nära inflationsmålet på 2 procent. Men om utfallen för inflationen fortsätter att vara oväntat låga finns en risk för att dessa förväntningar på nytt börjar falla.

I utkastet till penningpolitisk rapport görs nu också en nedrevidering av inflationstrycket under kommande år, fortsatte Jansson. Den hänger samman med att det normerande avtal som parterna inom industrin har slutit om löneökningar de närmaste tre åren indikerar att kostnadsutvecklingen i ekonomin kommer att bli svagare jämfört med tidigare bedömning. Det nya prognosförslaget ger lägre prisökningar både 2018 och 2019, och innebär att inflationen nu stabiliseras runt 2 procent först i början av 2019. Han påminde om att det i den penningpolitiska rapporten i februari antogs att inflationen enligt både KPIF och KPIF exklusive energipriser skulle närma sig 2 procent på ett mer hållbart sätt mot mitten av 2018.

Jansson konstaterade att konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter men menade att det råder stor osäkerhet kring den ekonomiska och politiska utvecklingen. Resultatet i den första omgången av det franska presidentvalet skapade visserligen en del positiva marknadsreaktioner men det är för tidigt att ropa faran över. Och det finns, precis som konstateras i utkastet till penningpolitisk rapport, ett flertal risker för bakslag på det internationella planet. Många risker är svåra att siffersätta i en prognos men om de inträffar kan de ge upphov till dramatiska konsekvenser och skapa ett helt nytt läge, underströk han.

Nedåtrisker relaterade till globala faktorer och låg inflation bidrar också till att ECB:s penningpolitik fortsätter att ha en expansiv inriktning, sade Jansson. Det har visserligen under en tid förekommit spekulationer om att ECB är på väg att strama åt sin penningpolitik tidigare än väntat. Men dessa spekulationer förefaller ha varit förhastade och ECB upprepade på sitt penningpolitiska möte den 9 mars sitt budskap om att räntan kommer att vara på en oförändrad eller lägre nivå under en lång tid och betydligt längre än slutpunkten för programmet för tillgångsköp. Detta program kommer att fortsätta till åtminstone slutet av december 2017. Som Jansson ser det är sannolikheten stor att det också fortsätter under 2018.

Mot den här bakgrunden delade Jansson bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport att det nu finns ett behov av en något mer expansiv penningpolitik från Riksbankens sida. Förslaget är att utöka köpen av statsobligationer med 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017 samt att senarelägga den första höjningen av reporäntan med ett kvartal, till mitten av 2018. De utökade obligationsköpen föreslås ske med nominella statsobligationer för 7,5 miljarder kronor

och reala statsobligationer för 7,5 miljarder kronor. Han noterade att om detta beslut fattas så kommer de totala köpen av statsobligationer exklusive återinvesteringar att uppgå till 290 miljarder kronor vid slutet av 2017.

Jansson frågade sig om det med ett lägre inflationsutfall än väntat och ett prognosförslag med sämre inflationsutsikter under kommande år är tillräckligt att lätta på penningpolitiken bara genom att utöka statsobligationsköpen och senarelägga den första räntehöjningen nästa år. Även med dessa penningpolitiska förändringar är ju inflationsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport fortfarande lägre än tidigare. Han undrade därför om inte dessa negativa inflationsnyheter borde leda till slutsatsen att reporäntan nu behöver sänkas, särskilt som reporäntebanan redan i utgångsläget ligger lite under den aktuella nivån på reporäntan.

Att i det här läget genomföra en ytterligare sänkning av reporäntan är naturligtvis fullt möjligt och rimligen skulle inflationsbilden då komma att se bättre ut, fortsatte Jansson. Men det överraskande låga utfallet beror till stor del på en svag prisutveckling för några särskilt volatila KPI-komponenter, främst utrikes resor och grönsaker. Andra mer trögrörliga tjänstepriser ökade istället något snabbare än väntat. Inflationsprognosen den närmaste tiden är därför bara marginellt ändrad. Nästa år och 2019 är prognosrevideringen förvisso lite större men inte heller dramatisk. Samtidigt är konjunkturläget ljust. Till bilden hör också att det för löneökningarna och kostnadstrycket under prognosperioden finns både nedåt- och uppåtrisker. Det kan alltså inte uteslutas att den starka ekonomiska utvecklingen i slutänden gör att Riksbanken på nytt måste revidera upp löne- och kostnadsprognosen. Som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport är det här viktiga frågor som Riksbanken behöver fortsätta att följa och analysera, resonerade han.

Slutsatsen Jansson drog var att det för tillfället kan vara klokt att vila på hanen när det gäller ytterligare räntesänkningar. Det utrymme för sänkt ränta som Riksbanken har kvar är ju inte oändligt stort och kan vara viktigt att spara. Om Riksbanken nu väljer att inte sänka reporäntan utan använder andra metoder för att åstadkomma en mer expansiv penningpolitik blir det också naturligt att något minska sannolikheten för lägre ränta, så som föreslås i rapportutkastet. Mot den här bakgrunden ställde sig Jansson bakom penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Och han ställde sig också bakom prognosen i utkastet.

Jansson påpekade att det vid en utökning av köpen av statsobligationer förstås är viktigt att säkerställa att olika typer av alltför stora negativa sidoeffekter kan undvikas, till exempel att statspappersmarknadens funktionssätt försämras mycket. Sådana effekter har hittills inte heller uppstått, trots att Riksbanken köpt betydligt större volymer än vad de flesta från början trodde var möjligt. Både Riksbanken och Riksgälden har bedömt att marknaden så här långt fungerar tillfredsställande. Det är givetvis av stor betydelse att inte hamna i ett läge där marknaden funktionssätt försämras påtagligt, poängterade han.

Med tanke på att kronans växelkurs fortsätter att periodvis röra sig snabbt upp och ned ville Jansson avsluta med att upprepa ett budskap som han också förde fram på det penningpolitiska

mötet i februari. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige är stark och fram till mitten av nästa år räknar Riksbanken dessutom med att energipriserna kommer att fortsätta att ge inflationshöjande bidrag. Men det är viktigt att påpeka, underströk han, att det är först när Riksbanken verkligen tydligt kan verifiera att den ekonomiska aktiviteten sätter avtryck i inflationen som det är motiverat med gradvisa förstärkningar av kronan. Därför är det av stor betydelse att kronans växelkurs nu inte fortsätter att stärkas på det sätt som skett den senaste tiden, innan den mer underliggande inflationen åter har börjat stiga. Om kronan stärks mycket på kort tid är risken stor att Riksbanken snabbare än önskvärt tvingas minska det utrymme att sänka räntan som finns kvar, befarade Jansson.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon delar de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport och att hon ställer sig bakom förslaget att låta reporäntan vara oförändrad på  $-0,50$  samt att utöka köpen av statspapper under andra halvåret 2017 med 15 miljarder kronor. Hon delar också bedömningen att den första räntehöjningen nu väntas ske först i mitten av 2018. Den bedömning Riksbanken gör i den penningpolitiska rapporten följer väl de bedömningar Riksbanken gjorde i februari av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden. Den globala tillväxten ser till och med lite bättre ut än tidigare, konstaterade hon. Däremot stiger inflationen långsamt, inte minst i Sverige och inom euroområdet. Riksbankens bedömning är att det nu tar ännu längre tid innan inflationen i Sverige stabiliseras runt målet på två procent, främst till följd av att de löneavtal som tecknats mellan parterna inom industrin, väntas leda till att kostnadstrycket blir något lägre de kommande åren än i föregående prognos.

Samtidigt som den ekonomiska utvecklingen ser bättre ut så är omvärldsriskerna för ett mer negativt scenario mer mångfacetterade, fortsatte af Jochnick. Paletten av risker är omfattande, alltifrån politiska risker som kan påverka djupet i eurosamarbetet till risker för handelspolitiska hinder som skulle kunna begränsa världshandeln. I det korta perspektivet blir dock effekterna på tillväxt och inflation sannolikt begränsade, menade hon, oavsett resultat av kommande val och politiska beslut. De finansiella marknaderna förefaller vara relativt tåliga mot negativ information. Men osäkerheten om de ekonomiska konsekvenserna av politiska risker är mycket hög, vilket bidrar till att de är svåra att kvantifiera. Ekonomins aktörer ogillar osäkerhet om förutsättningarna för ekonomiska beslut, vilket i sig kan få en dämpande effekt på handelsutbytet mellan länderna sa af Jochnick och konstaterade också att en ökad protektionism skulle dämpa tillväxten i världen och sannolikt minska efterfrågan på svensk export.

af Jochnicks bedömning är därför att även om tillväxten i omvärlden och Sverige utvecklas väl så har Riksbanken fortsatt en relativt komplex riskbild att förhålla sig till. ECB kommer fortsatt att bedriva en mycket expansiv penningpolitik vilket är en faktor att ta hänsyn till när Riksbanken bedömer kronans utveckling. ECB har också kommunicerat att de bedömer att utvecklingen i Europa ser allt bättre ut men att det fortsatt är nedåtrisker som dominerar.

Riskerna för alltför låg inflation finns kvar. Riksbanken har vid flera tillfällen redovisat skäl varför inflationen stiger så långsamt mot målet på två procent. Strukturella förändringar till följd av digitalisering, e-handel och delningsekonomi kan vara faktorer som dämpar inflationsutvecklingen. Det kan också vara så som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport att ekonomin fortsatt lider av sviterna efter finanskrisen. Låg efterfrågan under lång tid och låg inflation riskerar få fäste i pris- och lönebildningen. Den senare risken understryker ytterligare vikten av att penningpolitiken är tillräckligt expansiv och att Riksbanken fortsatt tydligt kommunicerar vikten av inflationsmålet och våra möjligheter att stabilisera inflationen runt två procent.

Eftersom den underliggande inflationen är alltför låg, omvärldsriskerna inte obetydliga och ECBs penningpolitik fortsatt mycket expansiv är det enligt af Jochnicks bedömning alltför tidigt att avsluta köpen av statsobligationer.

Riskerna med att avsluta köpen är att kronan stärks snabbt och inflationsuppgången bromsas ytterligare och att inflationsförväntningarna vänder ner. I ett läge där vi haft låg inflation under lång tid och Riksbanken fortsatt brottas med att inflationsuppgången är långsam är det viktigt att fullfölja den politik som så här långt varit framgångsrik. Genom de fortsatta köpen demonstrerar Riksbanken en fortsatt uthållighet i penningpolitiken. Detta bör också understödja att kronan inte stärks alltför snabbt vilket i sig skulle kunna vara negativt för inflationsuppgången.

Samtidigt som af Jochnick bedömer att det är viktigt att Riksbanken fortsatt bedriver en mycket expansiv penningpolitik så vill hon också understryka att det finns många goda argument för att inflationen bör stiga.

För det första utvecklas svensk ekonomi väl och tillväxten är fortsatt god de kommande åren. Resursutnyttjandet har stigit och väntas vara fortsatt högre än normalt under prognosperioden. Det är brist på arbetskraft såväl inom privat som offentlig sektor. Enligt arbetsförmedlingens statistik uppger 70 procent av företagen att de högst kan öka produktionen med 10 procent utan att nyanställa. Riksbanken har så sent som i oktober 2016 i den penningpolitiska rapporten noterat att även om det är osäkert hur snabbt en förändring i resursutnyttjandet får genomslag på inflationen och hur stor effekten i slutändan blir så talar de historiska sambanden för att inflationen skall stiga, konstaterade hon.

För det andra kunde en förändring registreras i privata företags syn på löne- och prisökningar i Riksbankens senaste företagsundersökning. Det var framförallt exportföretagen som blivit alltmer positiva i takt med att orderingången stärkts. Även om de avtalsmässiga lönerna inte väntades dra iväg fanns en förväntan om en ökad löneglidning i flera sektorer. Förutsatt att de historiska sambanden fortfarande gäller så bör därför löner och priser så småningom stiga, menade af Jochnick. Skillnaden jämfört med tidigare är att Sverige haft låg inflation under lång tid och erfarenheter visar att det då ofta tar lång tid att få upp inflationen igen. Med andra ord, det finns en underliggande försiktighet hos företagen för att inte tappa i konkurrenskraft, menade

hon. Det är därför viktigt för Riksbanken att fortsätta analysera risker för ett mer varaktigt lägre kostnadstryck i företagen.

Af Jochnick ville slutligen återigen peka på riskerna med låga räntor länge. Riksbanken har framförallt lyft fram problemen med hushållens skuldsättning som en faktor som också kan hota den ekonomiska utvecklingen i Sverige när räntorna så småningom stiger. Grundläggande problem med bostadsmarknaden måste åtgärdas och incitamenten för hushållen att ta lån behöver dämpas för att skapa bättre långsiktiga förutsättningar.

Sammantaget, konstaterade af Jochnick, är det viktigt för henne att penningpolitiken fortsatt stödjer svensk ekonomi så att inflationen kan nå målet inom prognoshorizonten. Inflationmålet är en hörnsten i den ekonomiska politiken medan riskerna med låga räntor länge måste balanseras av åtgärder inom ramen för andra politikområden.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att konstatera att återhämtningen i omvärlden fortsätter ungefär som Riksbanken räknat med. Starka utfall och positiva indikatorer talar enligt Ingves för en global tillväxt i linje med Riksbankens bedömning i februari. Världshandeln fortsätter att öka. Den cykliska återhämtningen i industriproduktion och utrikeshandel bedöms bidra till att återhämtningen breddas och att investeringskonjunkturen stärks. Ingves konstaterade att detta naturligtvis är bra för svensk ekonomi, men att den politiska osäkerheten som direktionen också resonerade om vid det förra penningpolitiska beslutet kvarstår, och att det medför risker för bakslag. Dessa risker är dock svåra att prognostisera.

Ingves noterade att den ekonomiska politiken i USA är oklar. Sammantaget är ändå bedömningen att konjunkturen stärks ytterligare, även om det är svårt att bedöma både utformningen och genomförandet av den ekonomiska politiken. Han konstaterade vidare att konjunkturen i euroområdet har förbättrats sedan 2014 och att arbetslösheten har fallit en del men att det fortfarande finns relativt gott om lediga resurser. Företagsförtroendet enligt inköpschefsindex har stigit tydligt det senaste halvåret och hushållsförtroendet ligger på en relativt hög nivå. Ingves poängterade också att banker i flera länder i euroområdet har låga intäkter, höga kostnader och svag lönsamhet. Vidare framhöll han att andelen dåliga lån är stor eftersom man underlåtit att ta itu med problemen. Sålunda finns det enligt Ingves fortfarande stora risker i det finansiella systemet i euroområdet. Till detta kan läggas avsevärda politiska risker som kan hämma återhämtningen, men Riksbanken räknar ändå med en liten förbättring av BNP-tillväxten i år. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) stiga från cirka 2 procent 2016 till cirka 2,3 procent per år 2017 till 2019.

Ingves noterade att inflationen i omvärlden stigit det senaste halvåret, främst beroende på stigande energipriser. Det underliggande inflationstrycket är fortsatt lågt på flera håll, i synnerhet i euroområdet. Ingves ser dock framför sig att ett gradvis högre resursutnyttjande medför att KPI-inflationen (KIX-viktad) i omvärlden ökar och uppgår till cirka 2 procent i genomsnitt under prognosperioden.

Ingves konstaterade att Federal Reserve höjde sin styrränta i mars, medan ECB:s penningpolitik fortsätter att vara mycket expansiv. Penningpolitiken fortsätter därmed att dra åt olika håll samtidigt som räntorna generellt sett är låga eller mycket låga. Utöver konjunkturen i Sverige är det enligt Ingves viktigt att beakta den internationella utvecklingen vid utformningen av den svenska penningpolitiken.

Han noterade vidare att det fortsätter att gå bra för Sverige. Ingves framhöll att resursutnyttjandet är högre än normalt och väntas stiga ytterligare. Förtroendeindikatorer visar att hushåll och företag är optimistiska, exportefterfrågan är fortsatt stark och arbetslösheten faller. Starkare utfall än väntat och positiva indikatorer innebär att tillväxtprognosen är något uppreviderad i närtid jämfört med föregående prognos, konstaterade Ingves.

Han framhöll att KPIF-inflationen har varit nära 2 procent den senaste tiden, delvis till följd av stigande energipriser. I mars uppgick KPIF-inflationen till 1,5 procent, vilket var något lägre än väntat. Ingves poängterade att detta delvis berodde på en tillfälligt svag utveckling för några volatila komponenter som frukt och grönsaker samt utrikes resor. Priserna för ett antal tjänster fortsatte dock uppåt på ett tydligt sätt och inflationsprognosen den allra närmaste tiden är bara marginellt ändrad.

Ingves noterade att de avtal som parterna inom industrin slutit om löneökningar de närmaste tre åren indikerar ett svagare kostnadstryck i ekonomin än Riksbanken tidigare räknat med. Han konstaterade att löneökningarna därmed förefaller bli relativt måttliga trots en allt starkare konjunktur. Huruvida detta är en mer bestående förändring är en central fråga som Ingves menar att det finns anledning att återkomma till framöver. Generellt kan man säga att nästan all återhämtning har tagit längre tid än förväntat efter den stora globala finanskrisen. Om det är en bestående förändring återstår att se enligt Ingves. Skulle det vara så ser han det som sannolikt att också Riksbankens syn på penningpolitiken i ett konjunkturperspektiv kommer att ändras längre fram.

Inflationen har varit låg länge och Ingves menade att den har varit svårbedömd ända sedan finanskrisen. Han noterade att när Riksbanken nu justerar ner inflationsprognosen finns det en risk att inflationsförväntningarna påverkas negativt. För att få upp inflationen mot målet behövs enligt Ingves ett fortsatt högt resursutnyttjande i ekonomin. Växelkursprognosen är något svagare än tidigare men han framhöll att Riksbanken fortsätter att hålla kronan under bevakning. Det får inte ske en snabb kronförstärkning som motverkar inflationsuppgången. Han poängterade också att det är osäkert hur länge det dröjer innan ECB börjar normalisera sin penningpolitik och i vilken takt det sker.

Ingves slutsats är att allt detta talar emot att ändra inriktning på svensk penningpolitik. Istället talar den samlade bilden och inflationsprognosen för att penningpolitiken behöver bli något mer expansiv för att inflationen varaktigt ska nå 2 procent. Mot den bakgrunden gav han sitt stöd till förslagen att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent, utöka köpen av statsobligationer

med 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017 och skjuta räntehöjningarna ytterligare något på framtiden. Det är enligt Ingves helt enkelt för tidigt att nu ändra inriktning på penningpolitiken.

Han konstaterade vidare att prognosen nu är att långsamma höjningar av reporäntan inleds i mitten av 2018. Det innebär att reporäntan under de närmaste åren kommer att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala räntenivån. I en osäker värld är det enligt Ingves också lättare att, vid behov, utöka köpen av statsobligationer i ett läge som vi nu befinner oss i än om köpen skulle upphöra. Givet den riskbild Ingves ser framför sig anser han att det är för tidigt att nu upphöra med obligationsköpen. Det gäller enligt Ingves att hålla fast vid den övergripande strategin och vara beredd på att arbeta med hela verktygsarsenalen för penningpolitiken till dess att inflationen och inflationsförväntningarna har parkerat sig mer varaktigt kring 2 procent.

Ingves framhöll att det också är värt att notera att så här långt har penningpolitiken fungerat bättre än vad många kunde föreställa sig för några år sedan. Med en reporänta under noll och omfattande köp av statsobligationer har penningpolitiken påverkat de samlade finansiella förhållandena i expansiv riktning med ett tydligt genomslag på korta och långa räntor och på kronans växelkurs. Givet strukturen på den finansiella marknaden kan man enligt Ingves inte förvänta sig att alla räntor följer reporäntan exakt punkt för punkt. Han menar dock att penningpolitiken sammantaget har fått den effekt som eftersträfvats.

Avslutningsvis noterade Ingves, som många gånger tidigare, att Riksbanken är väl medveten om de svåra val som måste göras för att uppfylla inflationsmålet mot bakgrund av bristen på åtgärder från andra politikområden för att hantera problemen på den svenska bostadsmarknaden. Svenska bostäder fortsätter att vara högt värderade i ett historiskt perspektiv. Den årliga prisökningstakten på bostäder dämpades något 2016 jämfört med 2015. Ändå ökade priserna på årsbasis med cirka 10 procent, betydligt snabbare än hushållens inkomster. Ingves poängterade att höga bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning innebär fortsatt mycket stora risker för den ekonomiska och finansiella stabiliteten, som Riksbanken och internationella organisationer har varnat för vid flera tillfällen. Han framhöll att åtgärder behövs inom makrotillsynen, bostadspolitik och skattepolitik för att begränsa hushållens skulduppbyggnad och förbättra den svenska bostadsmarknadens funktionssätt. Utan sådana åtgärder riskeras enligt Ingves den långsiktiga ekonomiska stabiliteten. Nuvarande policymix anser han vara dålig med för svaga åtgärder inom makrotillsynen och bostadsmarknaden i största allmänhet.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Däremot anser han inte att tillgångsköpen bör utökas med 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017.

Ohlsson konstaterade sedan att den expansiva penningpolitiken som Riksbanken har bedrivit de senaste åren har bidragit till en positiv utveckling för den svenska ekonomin. BNP-tillväxten är snabb, poängterade han. Enligt den penningpolitiska rapporten beräknas BNP, kalenderkorrigerat, växa med 3,1 procent under 2017. Det är i nivå med tillväxten under 2016 och högt i historisk jämförelse.

Den senaste arbetskraftsundersökningen (AKU), som publicerades dagen innan mötet, visar fortsatt på en minskande arbetslöshet. I mars 2017 låg arbetslösheten på 6,8 procent, ej säsongrensat. Det är nära en procentenhet lägre än samma månad föregående år. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden, ansåg Ohlsson. I mars låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,4 procent. Det är 0,2 procentenheter lägre än samma månad ett år tidigare. Slutsatsen av de två arbetslöshetssiffrorna är, menade han, att förbättringarna inte enbart kommer de starkaste till del. Enligt Ohlssons mening ligger arbetslösheten fortfarande på en för hög nivå.

Antalet lediga platser ökar enligt statistik från både Arbetsförmedlingen och SCB. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar på en ökande brist på arbetskraft. Ohlsson påtalade 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 enligt Ohlsson att det samlade resursutnyttjandet i den svenska ekonomin nu har passerat normala nivåer och kan förväntas bli än högre de kommande åren. Han menade att detta i sig inte behöver vara en restriktion för den nuvarande penningpolitiken. I det rådande ekonomiska läget, när inflationen ligger under målet, finns det enligt hans mening ingen målkonflikt mellan real ekonomisk aktivitet och inflation.

Vid den senaste inflationsmätningen för mars var den årliga ökningstakten för KPIF 1,5 procent. Inflationen ligger alltså relativt nära inflationsmålet, konstaterade han. Aprilmätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadsaktörer låg på 2,0 procent. I båda fallen handlar det dock om mätningar enstaka månader och mätningar som, av olika skäl, är förknippade med osäkerhet. Innan det går att säga att målet är nått krävs det att inflationen i såväl utfall som förväntningar mer stabilt ligger på inflationsmålet, menade han.

Inflationen ligger alltså fortfarande under inflationsmålet. Detta talar för fortsatt expansiv penningpolitik. Men behövs ytterligare 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. Ohlssons penningpolitiska slutsatser är att reporäntan bör hållas oförändrad och att obligationsköpen inte bör utökas.

Ohlsson fortsatte med att fråga sig om mer expansiv penningpolitik verkligen är lösningen på problemet att inflationstakten ligger en halv procentenhet under målet. Även utan sänkt reporänta och utökade tillgångsköp menar han att penningpolitiken kommer att medverka till en stigande inflationstakt. Det går inte att bortse från att reporäntan redan ligger på  $-0,50$  procent och att de sedan tidigare beslutade obligationsköpen uppgår till 275 miljarder kr. Ohlsson noterar i detta sammanhang också att marknaden snarast förväntar sig en oförändrad penningpolitik.

Beträffande räntebanan menar han att den fortsatt bör utformas så att höjningar av reporäntan kommer att inledas under början av 2018. Han reserverar sig dock inte på denna punkt.

Skillnaden mellan den aktuella reporäntan och reporäntebanans minimum tolkas av många som ett mått på sannolikheten för en kommande sänkning av reporäntan. Ohlsson välkomnar att räntebanan nu i detta avseende utformas så att denna sannolikhet är på samma nivå som den räntebana som publicerades vid septembermötet.

Ohlsson reserverar sig mot beslutet att utöka köpen av statsobligationer med 15 miljarder kronor. Han menar att köpen inte ska utökas eftersom penningpolitiken inte behöver göras mer expansiv i det nuvarande ekonomiska läget.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att ställa sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på  $-0,50$  procent, förslaget till reporäntebana och den övriga prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Däremot stödde han inte förslaget att vid mötet besluta om utökade köp av statsobligationer.

Flodén konstaterade att den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden i grova drag varit i linje med den bild som Riksbanken hade vid det senaste penningpolitiska mötet i februari, men i såväl euroområdet som Sverige har den reala utvecklingen blivit något starkare än väntat, medan inflationen blivit något lägre.

Han noterade att i Sverige var det särskilt utfallet för inflationen i mars som blev lägre än Riksbankens prognos. Men prognosfelet förklaras av tillfälliga prisseffekter och det finns inget i just den månadens utfall som ger anledning att revidera synen på det underliggande inflationstrycket. Flodén framhöll att skälet till att prognosen för den underliggande inflationen ändå är nedreviderad en aning på medellång sikt istället är att de löneavtal som slutits under våren indikerar att det kommer att ta ännu längre tid innan den starka svenska konjunkturen får genomslag i snabbare pris- och löneökningar.

En förklaring till att priser och löner inte ökar snabbare trots att resursutnyttjandet nu har varit starkt en tid kan enligt Flodén vara att pris- och lönesättningen har anpassats till den långa

perioden med låg inflation. I grunden bestäms ju inflationen av förväntningar och av hur dessa påverkar ekonomin. Flodén noterade att inflationsförväntningarna visserligen har stigit tillbaka till nivåer som är i linje med inflationsmålet, men att det förstås är möjligt att svaren i undersökningarna inte har en direkt koppling till hur hushåll och företag faktiskt betar sig när löner och priser sätts. Det är enligt Flodén tänkbart att hushåll och företag måste uppleva en lite längre period med inflation på nivåer kring målet innan pris- och lönebildningen återigen anpassas till inflationsmålet. Det här resonemanget talar enligt honom för att Riksbanken inte kan förlita sig på att inflationen så småningom stabiliseras kring inflationsmålet av egen kraft, utan att den behöver ett fortsatt stöd av en expansiv penningpolitik och ett högt resursutnyttjande.

Flodén poängterade vidare att den svenska penningpolitiken, liksom tidigare, också är beroende av utvecklingen i omvärlden. Euroområdet är av särskild betydelse och där är resursutnyttjandet fortfarande svagt. Flodén menade att det därför är glädjande att det kommer tydliga indikationer på att konjunkturen där trots allt håller på att stärkas. Men den underliggande inflationen är fortsatt låg i euroområdet och enligt Flodén måste man räkna med att penningpolitiken kommer att förbli mycket expansiv i Europa under de kommande åren, även i ett godartat scenario där ingen av de omvärldsrisker som nämns i utkastet till penningpolitisk rapport materialiseras. Även detta talar för att svensk penningpolitik måste förbli expansiv. Risker är enligt Flodén annars att kronan stärks alltför kraftigt i ett läge där inflationsuppgången är bräcklig.

Att kostnadstrycket nu bedöms bli aningen lägre de kommande åren medför att reporäntan förmodligen kommer att behöva hållas kvar på dagens nivå lite längre än vad Riksbanken bedömde i februari. Flodén menade därför att det var motiverat att ändra prognosen för reporäntan så att den första höjningen väntas ske ett kvartal senare än i februari.

Däremot såg Flodén inget behov av att på mötet fatta beslut om utökade köp av statsobligationer. Hans syn är att penningpolitiken redan har fått ett starkt genomslag i ekonomin och att den i det här läget knappast kan ge ett ännu starkare stöd till inflationsuppgången på ett meningsfullt sätt. Flodén framhöll att resursutnyttjandet är högt och tilltagande. Räntorna är låga, tillgången på krediter är god och de finansiella förhållandena är goda även i övrigt. Han noterade också att kronan inte stärks på ett sätt som förhindrar en fortsatt inflationsuppgång. Inflationsförväntningarna har stigit och förtroendet för att penningpolitiken fokuserar på inflationsmålet är starkt. Vidare framhöll Flodén att marknadsprissättningen inte verkar bygga på förväntningar om att Riksbanken ska utöka obligationsköpen eller på annat sätt göra penningpolitiken mer expansiv. Flodéns bedömning var därför att det tidigare beslutade obligationsköpsprogrammet i kombination med den nuvarande nivån på reporäntan och prognosen att reporäntan kommer att ligga kvar på den här låga nivån ungefär ett år framåt i tiden var tillräckligt för att behålla den här utvecklingen.

Det skulle enligt Flodén visserligen vara önskvärt med en snabbare och tydligare inflationsuppgång än den som ligger i Riksbankens prognos, men han har alltså svårt att se på vilket sätt en annan penningpolitik skulle förbättra förutsättningarna för en sådan uppgång i inflationen. I det här läget såg han därför inte skäl att fatta beslut om ytterligare köp av statsobligationer. Å andra sidan ville han inte heller utesluta ytterligare obligationsköp. Förutsättningarna kan ändras och Flodén framhöll att han hade varit öppen för att på det penningpolitiska mötet i juli återigen utvärdera behovet och de förväntade effekterna av ytterligare obligationsköp under hösten.

### §3. Diskussion

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde diskussionen med att notera att alla kollegor i direktionen hade berört de hittillsvarande utfallen av avtalsrörelsen. Han menade här att det är viktigt att påpeka att kostnadstrycket är en – men inte den enda – bestämningsfaktorn för inflationsutvecklingen. Efterfrågetrycket är också viktigt. Vinstmarginalerna är inte givna, och kan heller inte bli hur låga som helst. Vi ser nu att efterfrågetrycket är starkt, konstaterade han och hans bedömning är att detta, förr eller senare, kommer att ge utslag i högre inflation.

Det finns en viktig ansvarsfördelning i svensk ekonomi, menade Ohlsson. Det är Riksbankens uppgift att genom penningpolitiken påverka den aggregerade efterfrågan så att inflationsmålet nås och blir trovärdigt. Det är inte arbetsmarknadens parter ansvar att inflationsmålet nås. Deras uppgift är att komma överens om avtal om löner och anställningsvillkor utifrån sina respektive utgångspunkter, avslutade han.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** anförde att hon ville ansluta sig till Stefan Ingves analys gällande den svenska bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning och de risker som följer på den politik som förs. Hon tog också upp Martin Flodéns inlägg om att inflationsförväntningarna visserligen har stigit till nivåer som är förenliga med Riksbankens inflationsmål, men att enkätsvaren möjligen inte har en direkt koppling till hur hushåll och företag faktiskt betar sig när priser och löner sätts. Skingsley framhöll att en diskrepans på det här området medför att reallöner utvecklas på ett annat sätt än vad arbetsmarknadens parter räknat med, vilket kan innebära följd effekter på kommande lönerörelser. I så fall är inte pris- och lönebildningen förankrad i 2 procentsmålet trots enkätsvaren och det är i så fall något Riksbanken behöver återkomma till.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen under mötet. Han konstaterade att direktionen var enig om den bild av konjunktur- och inflationsutvecklingen som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Konjunkturen fortsätter att stärkas, men det politiska läget utomlands skapar risker för den ekonomiska utvecklingen framöver. Flera ledamöter framhöll det motsägelsefulla i omvärldsutvecklingen med starka förtroendeindikatorer och en bättre

konjunktur samtidigt som olika risker för ett sämre scenario var relativt stora. Det noterades att utvecklingen i euroområdet varit positiv men att inflationstrycket där fortfarande är lågt och att ECB kommer att föra en mycket expansiv politik under överskådlig tid.

Inflationen i Sverige har stigit trendmässigt några år men det bedöms nu ta lite längre tid innan den stabiliseras runt 2 procent. I ett läge där inflationsuppgången väntas bli långsammare och den ekonomiska osäkerheten i omvärlden är fortsatt stor var direktionen enig om att det behövs en fortsatt expansiv penningpolitik för att ge stöd åt inflationsuppgången. Utformningen av penningpolitiken i omvärlden är också av stor betydelse i sammanhanget. Ledamöterna diskuterade vidare utfallet i de löneavtal som nyligen slutits på den svenska arbetsmarknaden. Dessa indikerar något lägre löneökningar än Riksbanken tidigare räknat med och därigenom ett lägre kostnadstryck. En central fråga för Riksbanken framöver blir att analysera vilken nivå på resursutnyttjandet som krävs för att inflationen mer varaktigt ska komma upp till 2 procent.

Samtliga ledamöter bedömde att det var lämpligt att nu behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och att reporäntan behöver hållas på dagens låga nivå ett kvartal längre än i prognosen i februari. Först i mitten av 2018 väntas räntan höjas. Vice riksbankschef Henry Ohlsson hade föredragit en första räntehöjning i början av 2018 men avstod från att reservera sig på denna punkt.

En majoritet ansåg också att köpen av statsobligationer bör utökas, med nominella statsobligationer för 7,5 miljarder kronor och reala statsobligationer för 7,5 miljarder kronor. Detta motiverades av det något lägre inflationstrycket i Sverige, stor osäkerhet kring den politiska och ekonomiska utvecklingen i omvärlden samt risken för en alltför snabb förstärkning av kronan om den svenska penningpolitiken skulle avvika alltför mycket från omvärldens.

Tre ledamöter reserverade sig mot beslutet att utöka köpen. De uteslöt dock inte att fortsatta köp skulle kunna bli aktuella senare. Motiven för reservanterna var att penningpolitiken i dagsläget är tillräckligt expansiv och ytterligare stimulanser troligen inte skulle kunna ge ett ännu starkare stöd till uppgången i inflationen.

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

Direktionen beslutade

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

## §5. Beslut om köp av statsobligationer

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

Vice riksbankscheferna Martin Flodén, Henry Ohlsson och Cecilia Skingsley reserverade sig mot beslutet att utöka köpen av statsobligationer med 15 miljarder kronor. De menade att köpen inte behövde utökas eftersom penningpolitiken inte behövdes göras mer expansiv i nuvarande ekonomiska läge.

## §6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under §§ 4 och 5 med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 27 april 2017 kl. 9.30, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 10 maj 2017 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Sophie Brauner

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley



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