



Penningpolitiskt protokoll

juli 2018

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 2 juli 2018 beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan på -0,50 procent. Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan april och indikerar att långsamma höjningar av reporäntan inleds mot slutet av året.

En majoritet i direktionen ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är fortsatt gynnsam och i Sverige är den ekonomiska aktiviteten hög, arbetsmarknaden stark och inflationen vid målet. Det konstaterades att denna bild i stora drag är den samma som i april och att prognoserna på sikt huvudsakligen är oförändrade.

Flera ledamöter betonade samtidigt att osäkerheten om utvecklingen i omvärlden har ökat sedan april, bland annat till följd av ökade handelsrestriktioner och det ekonomisk-politiska läget i Italien.

Att KPIF-inflationen nu är nära 2 procent och att prognosen för det närmaste året är uppreviderad beror framför allt på en snabb ökning i energipriserna. Mått på underliggande inflation indikerar att inflationstrycket fortfarande är måttligt, vilket enligt flera ledamöter reser frågetecken kring inflationsutvecklingen på sikt. Man konstaterade att en förutsättning för att inflationen ska förbli nära 2 procent är att penningpolitiken är fortsatt expansiv.

Mot denna bakgrund ansåg en majoritet i direktionen att det var lämpligt att lämna reporäntan och prognosen för reporäntan oförändrad. Liksom tidigare indikerar prognosen att långsamma höjningar inleds mot slutet av året. Majoriteten underströk samtidigt att penningpolitiken i det här läget behöver gå fortsatt försiktigt fram med räntehöjningar.

Flera ledamöter diskuterade växelkursens volatila utveckling och den osäkerhet som kronan innebär för inflationen. Majoriteten förordade en förlängning av det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Ett par ledamöter påminde om de strukturella problem som finns på den svenska bostadsmarknaden och de risker som dessa utgör för den ekonomiska utvecklingen i Sverige.

Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Han förordade en höjning av reporäntan till -0,25 procent med hänvisning till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt. Även Martin Flodén reserverade sig mot reporäntebanan och förespråkade en räntebana som indikerar en första höjning med 0,25 procentenheter i september eller oktober i år. Ohlsson och Flodén reserverade sig också mot beslutet att förlänga mandatet för valutainterventioner.

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2018-07-02
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
Kerstin af Jochnick
Martin Flodén
Per Jansson
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley

Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Jan Alsterlind
Meredith Beechey Österholm
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Robert Emanuelsson
Jesper Hansson
Maria Kindborg
Henrik Lundvall
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Amanda Nordström (§ 1-3A)
Bengt Petersson
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3A)
Simon Rörborn
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Anders Vredin

Det antecknades att Henrik Lundvall och Bengt Petersson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutveckling sedan senaste penningpolitiska mötet

Amanda Nordström, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i april har obligationsräntor sjunkit i både euroområdet och USA, vilket sammanfaller med en eskalering av globala handelskonflikter. Nedgången i obligationsräntor är störst i euroområdet, där den Europeiska centralbanken (ECB) fortsatt bedriver en mycket expansiv penningpolitik. I USA, där den penningpolitiska normaliseringsprocessen fortsatt med ytterligare en höjning av styrräntan, är nedgången mindre. Intensifierade globala handelskonflikter har även påverkat börserna negativt, inte minst i Kina. Den ekonomisk-politiska osäkerheten i Italien har tidvis också bidragit till att dämpa aktiebörserna i euroområdet och lett till högre obligationsräntor i Italien. Euron har försvagats betydligt mot den amerikanska dollarn.

Inför dagens penningpolitiska beslut förväntas att reporäntan lämnas oförändrad, men meningarna har gått isär lite vad gäller synen på den framtida penningpolitiken. Förväntningarna på reporäntan har skiftat ned något sedan april då en majoritet av marknadsaktörer nu bedömer att en första reporäntehöjning först kommer att ske under 2019. En del marknadsaktörer förväntar sig fortsatt en första reporäntehöjning från Riksbanken i december i år, men dessa utgör nu en minoritet. Den svenska kronan försvagades både mot euron och i konkurrensvägda termer strax efter det penningpolitiska mötet i april för att sedan förstärkas. De senaste veckorna har kronan åter försvagats vilket kan kopplas till att förväntningarna på Riksbankens penningpolitik påverkades av ECB:s penningpolitiska besked i juni, vilket uppfattades som mer expansivt än förväntat av marknaden. Även riskerna kopplade till en ökad protektionism har sannolikt bidragit till en svagare kronkurs den senaste tiden.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Jesper Hansson, chef för avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för den prognos som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 14 och 19 juni. På ett möte med direktionen den 26 juni diskuterades och bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Tre frågor har diskuterats särskilt ingående i beredningen. Den första handlar om osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i omvärlden som, påpekade Hansson, har ökat sedan det penningpolitiska mötet i april. Viktiga orsaker till detta är upptrappningen av konflikten om handelsrestriktioner mellan USA och flera andra länder och regioner, däribland EU, samt den ökade ekonomisk-politiska osäkerheten i Italien. Dessutom har de stigande räntorna i USA och förstärkningen av dollarns växelkurs skapat problem i flera stora tillväxtekonomier med

underskott i bytesbalansen. Den ökade osäkerheten om utvecklingen i omvärlden har i sin tur, fortsatte Hansson, lett till ett skift nedåt i marknadsförväntningar på framtida styrräntor i euroområdet och i Sverige. Dessa förändrade marknadsförväntningar, och de därtill kopplade följd effekterna på kronans växelkurs, utgör den andra frågan som särskilt stått i fokus i beredningsprocessen. Konjunktursiktterna i Sverige är i stort oförändrade jämfört med bedömningen vid mötet i april och detta talar för en oförändrad reporäntebana. Samtidigt brukar förhöjd osäkerhet om konjunkturutvecklingen i omvärlden leda till att kronans växelkurs försvagas. Dessa omständigheter gör sammantaget att det i nuläget är särskilt svårt att göra prognoser på kronans framtida växelkurs. Den tredje frågan rör sambandet mellan resursutnyttjandet och ökningstakten i löner och priser, den så kallade Phillipskurvan. Under senare år tycks detta samband ha försvagats i några länder och detta gäller även i Sverige, åtminstone vad gäller hur resursutnyttjandet påverkar löneökningstakten.

Hansson gick vidare till att diskutera hur ny information som tillkommit sedan det penningpolitiska mötet i april har påverkat konjunktur- och inflationsutsikterna i omvärlden och i Sverige. BNP-tillväxten i omvärlden bromsar in i linje med prognosen från april men resursutnyttjandet fortsätter ändå att stiga. Flera mått på den underliggande inflationen tyder på ett måttligt kostnadstryck, trots att resursutnyttjandet stiger. I förslaget till ny prognos är den handelsviktade inflationen i omvärlden visserligen högre under det kommande året, jämfört med bedömningen i april, men detta förklaras till största del av högre energipriser. När det gäller marknadsförväntningar på framtida styrräntor har dessa stigit något i USA samtidigt som de sjunkit i euroområdet. Prognosen för den sammanvägda styrräntan i omvärlden har därför bara reviderats lite grann.

I Sverige är konjunkturen fortsatt stark och inflationen är nära målet på 2 procent. Under det första kvartalet växte BNP med knappt 3 procent jämfört med föregående kvartal uppräknat till årstakt. Det var något mer än i Riksbankens senaste prognos. Många konfidensindikatorer har fallit på senare tid, men de flesta ligger fortfarande över en normal nivå. Hansson menade att det lägre förtroendet ger stöd åt bedömningen att tillväxten kommer att bromsa in framöver, då bostadsbyggandet minskar och då tillväxten på Sveriges exportmarknader dämpas. I det nya prognosförslaget är tillväxten för i år och nästa år marginellt nedreviderad. Samtidigt väntas arbetslösheten det närmaste kvartalet bli något lägre än i den föregående prognosen. De flesta indikatorer pekar på att efterfrågan på arbetskraft blir stark även framöver, men en betydande andel av de arbetslösa saknar den kompetens som arbetsgivarna söker och är därmed svåra att matcha mot lediga jobb. Arbetslösheten väntas därför inte sjunka ytterligare.

I maj steg inflationen mätt med KPIF till 2,1 procent, vilket var i linje med bedömningen i april. Högre energipriser och en oväntad försvagning av kronans växelkurs har dock lett till att prognosen för inflationen under det kommande året har skrivits upp. Men på längre sikt är inflationsutsikterna oförändrade och prognosen ligger nära 2 procent. Denna prognos bygger på

antagandet att kostnadstrycket i Sverige stiger långsamt under de kommande åren.

Löneökningstakten väntas stiga gradvis från 2,7 procent i år till 3,4 procent år 2020. Den senaste tidens försvagning av kronans växelkurs bedöms vara tillfällig och under prognosperioden väntas en successiv förstärkning av växelkursen, något som dämpar inflationen på längre sikt.

Hansson framhöll avslutningsvis att det redovisade prognosförslaget bygger på den penningpolitik som bedöms samla en majoritet vid dagens penningpolitiska möte. Det innebär att reporäntan lämnas oförändrad på -0,50 procent och att reporäntebanan är densamma som i den penningpolitiska rapporten från april. Långsamma höjningar av reporäntan inleds mot slutet av året. Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av juni till cirka 330 miljarder kronor i nominellt belopp. Prognosen bygger på att förfall och kupongbetalningar framöver återinvesteras i jämn takt enligt beslutet i december i fjol, samt att mandatet för valutainterventioner förlängs till februari 2019.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick:

Jag ställer mig bakom bedömningarna som finns i förslaget till penningpolitisk rapport, och jag stödjer också förslaget att behålla reporäntan på -0,50 procent och att låta reporäntebanan vara oförändrad. Jag anser också att valutainterventionsmandatet ska förlängas till februari 2019.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är generellt sett god. Tillväxten är hög, även om den beräknas dämpas något de kommande åren. Samtidigt är arbetslösheten väldigt låg på många håll; i USA är den exempelvis på sin lägsta nivå på nästan 20 år. Inflationen är också nära centralbankernas mål i många länder och regioner, som USA och euroområdet, även om stigande energipriser förklarar en del av uppgången på senare tid.

Sammantaget tycker jag inte att våra prognoser för omvärldsutvecklingen har förändrats nämnvärt jämfört med den bedömning vi gjorde vid det penningpolitiska mötet i april. Mot den bakgrunden inleder jag mitt inlägg idag med att fokusera på de osäkerhetsfaktorer som kan förändra våra omvärldsprognoser för de kommande åren och som därmed i förlängningen också kan påverka penningpolitiken i Sverige.

Utkastet till penningpolitisk rapport tar upp två faktorer som skapar osäkerhet om hur starkt tillväxten i omvärlden kommer att utvecklas de närmaste åren.

Den första faktorn gäller den tilltagande diskussionen om olika former av handelshinder mellan USA och andra länder och regioner. Jag uttryckte oro för detta vid förra mötet, och utvecklingen därefter bekräftar att fler handelshinder införs och diskuteras.

Det är inte möjligt att idag bedöma de faktiska effekterna av detta, och det är inte heller något som ännu tydligt reflekteras i tillväxtsiffrorna. Däremot bidrar den pågående diskussionen till att

skapa osäkerhet om den framtida utvecklingen och riskerar därmed att leda till lägre efterfrågan och tillväxt längre fram.

Den andra faktorn som väcker oro är utvecklingen i Italien och länken till övriga euroområdet. Om den nya regeringen går fram med stora ofinansierade reformförslag i ett läge då statsskulden redan är mycket hög är frågan dels hur det påverkar eurosamarbetet, dels hur finansmarknadens syn på Italien påverkas. Just när det gäller finansmarknaderna har vi redan sett att exempelvis räntedifferensen mellan Italien och Tyskland har ökat påtagligt.

Utöver dessa två huvudfaktorer finns några ytterligare osäkerhetsmoment beträffande tillväxten i omvärlden. Ett sådant gäller utvecklingen i vissa tillväxtekonomier. Liksom tidigare finns också osäkerhet kring effekterna av Brexit, det vill säga Storbritanniens beslut om utträde ur EU, som är svårbedömda men sannolikt negativa ur svenskt perspektiv.

Sammantaget finns alltså ett antal svårbedömda nedåtrisker i omvärlden som vi måste förhålla oss till i den penningpolitiska diskussionen. Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi med ett stort omvärldsberoende är en sämre ekonomisk utveckling i omvärlden något som skulle kunna leda till att en första höjning av reporäntan behöver senareläggas jämfört med prognosen för reporäntan.

När det gäller den realekonomiska utvecklingen i Sverige förtjänar att nämnas att såväl export- som importprognosen reviderats ner. Härtill kommer lägre inhemsk efterfrågan i form av lägre bostadsinvesteringar.

Jag återkommer till bostadsmarknaden lite senare. Prognosen för den svenska BNP-tillväxten har dock inte reviderats särskilt mycket till följd av dessa förändringar. Sammantaget tycker jag därför att bilden av den svenska realekonomiska utvecklingen är likartad i förhållande till bedömningen i april.

Min bedömning av inflationsutvecklingen i Sverige har inte heller ändrats på något avgörande sätt sedan april. Huvudskälet till att inflationen under senaste halvåret legat runt 2 procent är stigande energipriser och en svag krona. Detta är också det huvudsakliga skälet till att prognosen för KPIF-inflationen det närmaste året är uppreviderad.

Jag menar att det är rimligt att vi i den penningpolitiska avvägningen försöker se igenom tillfälliga effekter från energipriser för att istället fokusera på nivån på den trendmässiga inflationen. Som vi redovisar i rapporten är det också viktigt för vår analys att vi mäter inflationen med olika mått. Rensat för energiprisökningar är den underliggande inflationen – mätt med KPIF exklusive energi – cirka 1,5 procent, vilket tyder på ett måttligt inflationstryck.

Detta bekräftas inte minst av att tjänstepriserna under de senaste månaderna har utvecklats svagare än tidigare. Om den svaga utvecklingen i tjänstepriserna fortsätter finns en risk att

inflationen inte stabiliseras runt 2 procent som vi prognostiserar. Det är därför fortsatt viktigt att penningpolitiken ger stöd åt svensk ekonomi så att inflationen får ett bredare fäste.

Min bedömning är att det fortsatt finns goda skäl att tro att ökningstakten i tjänstepriserna kommer att öka framöver. Tjänstepriserna är mer än varupriserna beroende av inhemska faktorer som löneutveckling och efterfrågan.

Mycket tyder nu på en viss press uppåt på lönerna i Sverige, vilket också underlättas av tecknen på stigande löneökningstakt i omvärlden. Låg arbetslöshet och hög brist på arbetskraft i såväl näringslivet som offentlig sektor gör att det också finns skäl att tro att de svenska företagen kommer att låta kostnadsökningarna slå igenom på priserna och att ökningstakten i tjänstepriserna därmed stiger.

Jag diskuterade tidigare riskerna förknippade med utvecklingen i omvärlden. När det gäller riskerna i Sverige är bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning fortsatt en källa till stor oro, och det vore önskvärt med breda politiska överenskommelser inom ramen för bostads- och skattepolitiken för att se till att riskerna minskar.

Jag menar att det är positivt att vi sett en dämpning av bostadsprisutvecklingen sedan i höstas. Dämpningen förefaller huvudsakligen ha ägt rum i storstadsområdena och är i första hand relaterad till bostadsrätter. Skälet till prisnedgången är sannolikt att efterfrågan på dyr nyproduktion i attraktiva områden blivit mättad. Det är dock viktigt att säkerställa en fortsatt hög nivå på nyproduktionen för att möta de behov som dagens befolkningsökning kräver, något som inte minst Boverket tar upp i sin senaste rapport. Att långsiktigt hitta en rimlig balans mellan bostadsrätter och hyresrätter och att öka rörligheten på bostadsmarknaden skulle minska sårbarheten för svensk ekonomi och främja en god samhällsutveckling.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Vid vårt senaste penningpolitiska möte, i april, sade jag att jag helst hade sett en prognos för reporäntan som tydligare indikerade att det kan bli aktuellt att höja räntan tidigt i höst. Jag sade också att en utveckling som kan tala för en tidig räntehöjning är om kronan inte stärks så snabbt som i vår prognos, särskilt om den svaga växelkursen också börjar sätta avtryck i inflationssiffrorna.

Utvecklingen efter det senaste penningpolitiska mötet har varit ganska händelserik. Till exempel har kronan inte alls stärkts så som i vår prognos. Kronan har tidvis varit mycket svag och blev i genomsnitt nästan två procent svagare under andra kvartalet jämfört med vår prognos i april. Prognosen för tredje kvartalet är nu 3,5 procent svagare än vid mötet i april. Den svaga växelkursen börjar sätta spår i import- och producentpriser men har ännu inte haft tydliga effekter på inflationen. Den underliggande inflationen visar fortsatta svaghetstecken, men KPIF-inflationen har blivit överraskande hög på grund av snabbt stigande energipriser.

Andra viktiga utvecklingar rör konjunkturen i Sverige och omvärlden. Det kommer allt tydligare tecken på att konjunkturen i Sverige börjar dämpas och att konjunkturuppgången i omvärlden börjar mattas av. I Sverige har byggandet och förtroendeindikatorer fallit tillbaka. Även i euroområdet har förtroendeindikatorer dämpats. Till detta kommer oro för ökade handelshinder och för utvecklingen i Italien.

Vad allt det här betyder för den svenska penningpolitiken är inte helt självklart och jag återkommer strax till mina avvägningar. Sammanfattningsvis anser jag att det är lämpligt att idag lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent men att det är lämpligt att signalera och planera för en penningpolitik där reporäntan höjs lite tidigare än vad som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport. Mer precist förespråkar jag en räntebana som indikerar en första räntehöjning med 0,25 procentenheter i september eller oktober i år, en andra höjning ungefär ett möte tidigare än enligt rapportutkastet, och som sedan sammanfaller med utkastets räntebana från och med tredje kvartalet nästa år.

Den reporäntebana jag förespråkar är visserligen snarlik den i rapportutkastet, men eftersom jag anser att det är viktigt att vi i god tid förbereder marknaderna på att en räntehöjning kan vara motiverad i september eller oktober kan jag inte ställa mig bakom förslaget i rapportutkastet. Jag har reserverat mig mot de tidigare besluten om mandatet för valutainterventioner, och mina invändningar mot besluten kvarstår. Jag ställer mig därför inte bakom förslaget att idag förnya mandatet.

Jag ska nu diskutera avvägningarna bakom mitt ställningstagande.

Baserat på hur växelkursen har utvecklats efter aprilmötet har argumenten för en tidig räntehöjning stärkts. Kronan har som sagt tidvis varit mycket svag och i vår prognos är kronan nu betydligt svagare jämfört med bedömningen i april. Den svaga växelkursen kommer att bidra till att hålla inflationen uppe under det kommande året.

Att växelkursen försvagades efter aprilmötet indikerar att våra penningpolitiska signaler uppfattades som mer expansiva än vi avsåg. Det speglas även av att de marknadsprissatta förväntningarna på reporäntan har skiftat ner, av att de ligger under vår reporänteprognos och av att få marknadsaktörer nu tror att räntan höjs före vårt möte i december. Detta alltså trots att vår prognos för reporäntan endast kan tolkas som att det finns en hög sannolikhet för att räntan höjs på mötet i oktober.

Utvecklingen för inflationen har varit blandad. KPIF-inflationen har blivit lite högre än väntat som en följd av överraskande snabba ökning i energipriserna. Den underliggande inflationen har i stället utvecklats överraskande svagt. Att den underliggande inflationen är svag är ett fortsatt orosmoment som reser frågetecken kring inflationsutvecklingen på sikt. Men på kort sikt har risken för en problematisk inflationsutveckling och fallande inflationsförväntningar minskat som

en följd både av uppgången i energipriserna och av den svaga kronan. Prognosen för KPIF-inflationen är uppreviderad ganska markant för det kommande året och ligger över målet.

Min bedömning är därför att en något stramare penningpolitik i närtid än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport, och därmed en lite lägre inflation det kommande året, inte skulle vara särskilt problematisk. Jag menar alltså att en sådan politik dessutom är lämplig, även om det finns faktorer som talar både för och emot.

Låt mig först påpeka att min bedömning inte grundas på en oro för att inflationen annars blir för hög. Det finns inget som tyder på att inflationstrycket riskerar att bli problematiskt högt. Och det är förstås inte ett problem om inflationen tillfälligt hamnar några tiondels procentenheter över 2 procent, särskilt efter de många åren med alltför låg inflation och låga inflationsförväntningar.

En faktor som däremot talar för en tidig första räntehöjning är att penningpolitiken med minusränta är, och uppfattas vara, okonventionell. De senaste årens penningpolitik har visserligen fungerat väl och fått begränsade negativa sidoeffekter, men jag tror att det är bra att börja röra sig mot en lite mer normal penningpolitik så snart det kan göras utan att förtroendet för inflationsmålet rubbas.

En relaterad faktor är att räntenivån nu under lång tid har legat på en betydligt lägre nivå än vad vi bedömer som långsiktigt normalt. Vår prognos för tidpunkten för den första höjningen av reporäntan har upprepade gånger skjutits på framtiden och allt oftare hör jag diskussioner om att Riksbanken kommer att fortsätta att skjuta fram denna prognos. Penningpolitiken blir effektivare om hushållens och marknadens förväntningar inte avviker alltför kraftigt från Riksbankens planerade penningpolitik. En räntehöjning i höst, och signaler om en sådan höjning redan idag, skulle förmodligen förhindra en utveckling där förväntningarna blir alltför expansiva. En risk med en tidig räntehöjning är att förväntningarna istället skiftar snabbt åt andra hållet, men ett sådant scenario kan nog undvikas om vi är tydliga med att behovet av en mycket expansiv penningpolitik kvarstår och att vi fortfarande ser framför oss en långsam normalisering av räntan.

Ytterligare en faktor som jag väger in i min bedömning är kombinationen av en onormalt svag växelkurs och en inflation som tillfälligt hålls uppe av höga energipriser. En något stramare penningpolitik i närtid skulle förmodligen medföra att kronan stärks tidigare än enligt prognosen i rapportutkastet. Det skulle då medföra lite lägre inflation på kort sikt, det vill säga ungefär under den period när energipriserna verkar i andra riktningen. Kronan skulle då inte behöva stärkas lika snabbt därefter, och därmed inte hålla tillbaka inflationen lika tydligt på några års sikt.

Det finns även ett antal faktorer som talar emot en stramare penningpolitik. En är att inflationstrycket fortfarande är lågt i såväl Sverige som omvärlden. Som jag redan har påpekat hålls inflationen nu ändå uppe av stigande energipriser. Men på lite längre sikt kvarstår alltså problemen med ett svagt inflationstryck. Jag ser därför inte framför mig en penningpolitik som mot slutet av nästa år är stramare än i utkastet till penningpolitisk rapport.

En annan faktor är historiken med inflation under målet under lång tid och ett försvagat förtroende för inflationsmålpolitiken. Det skulle mot den bakgrunden vara svårare att hantera en inflation som faller under tvåprocentmålet än en inflation som blir för hög. Men förtroendet för inflationsmålet har trots allt stärkts under de senaste åren när inflationen har stigit och nu dessutom legat nära målet i över ett år. Den här problematiken kvarstår, men den väger allt lättare i min bedömning.

En tredje faktor som skulle kunna tala emot en stramare penningpolitik är tecknen på att konjunkturen börjar mattas av. Men jag ser inte det som ett hinder för räntehöjningar i höst. Det är ju inte konjunkturutvecklingen, utan den låga inflationen, som har behövt stöd av en mycket expansiv penningpolitik. Även med en viss avmattning i konjunkturen kommer resursutnyttjandet i Sverige att vara högt. Och den penningpolitik jag förespråkar är fortsatt mer expansiv än vad som motiveras av konjunkturutvecklingen.

Fortsatt svag inflation i kombination med den ökade oron för utvecklingen i omvärlden har medfört att förväntningarna på styrräntorna i till exempel euroområdet har skiftat nedåt. ECB väntas nu börja höja räntan tidigast under hösten 2019. Penningpolitiken i omvärlden spiller på olika sätt över till utvecklingen i Sverige, och med långsammare räntehöjningar i omvärlden kan det också bli lämpligt med långsammare räntehöjningar i Sverige. Det här handlar dock främst om utvecklingen från nästa sommar och framåt. Det är ytterligare ett skäl till att jag inte förespråkar en stramare penningpolitik från slutet av 2019 än i utkastet till penningpolitisk rapport.

Jag ställer mig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag ställer mig alltså även bakom beslutet att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Däremot ställer jag mig inte bakom förslaget till räntebana. Jag förespråkar en räntebana som indikerar en första räntehöjning med 0,25 procentenheter i september eller oktober i år, en andra höjning ungefär ett möte tidigare än enligt den föreslagna räntebanan, och som sedan sammanfaller med utkastets räntebana från och med tredje kvartalet nästa år. Jag ställer mig inte heller bakom förslaget att förnya det mandat som underlättar valutainterventioner.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan det penningpolitiska mötet i april har två nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Det senaste inflationsutfallet, som avsåg maj, rapporterade en KPIF-inflation på strax under 2,1 procent. Det var en dryg tiondel av en procentenhet högre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i april. Rensat för energipriser var utfallet just under 1,5 procent. Och det var i sin tur en knapp tiondel av en procentenhet sämre än väntat. Prognosfelen är alltså små och utfallen håller sig nära den bedömning vi gjorde i april.

Detta sagt fortsätter det att finnas frågetecken kring styrkan i den mer underliggande inflationstakten. Även om det senaste prognosfelet för KPIF-inflationen exklusive energipriser var litet så var utfallet än en gång lägre än väntat. Att vi har överskattat utfallet för detta mått på underliggande inflation för fyra av fem månader i år är klart oroande. Men kanske ännu mer oroande är att den trendmässiga försvagningen av tjänsteprisutvecklingen fortsätter.

På det penningpolitiska mötet i april noterade jag att det, efter kontinuerligt avtagande prisökningstakter i sju månader i rad, hade skett en viss uppgång i ökningstakten för tjänstepriserna i mars jämfört med februari. Men den uppgången ser dessvärre ut att ha varit högst tillfällig. I både april och maj föll prisökningstakten på nytt, för att nu senast i maj ligga på låga 1,7 procent. Det kan visserligen inte uteslutas att vissa tillfälliga faktorer ligger bakom den svaga utvecklingen för tjänstepriserna, men man får nu gå tillbaka till början av 2017 för att hitta en lika låg prisökningstakt.

Att KPIF-inflationen exklusive energipriser i maj trots den bekymmersamt svaga tjänsteprisutvecklingen höll sig hyggligt nära vår prognos och också steg något jämfört med april beror på överraskande stora prisökningar på frukt och grönt, sannolikt främst orsakade av försvagningen av kronans växelkurs. Då det över tid inte kommer att vara möjligt att motverka en låg ökningstakt för tjänstepriserna med försvagningar av valutan kvarstår den slutsats jag drog redan på de penningpolitiska mötena i februari och april, nämligen att den aktuella tjänsteprisutvecklingen inte är tillräckligt stark för att Riksbanken framöver ska klara av att stabilisera inflationen nära inflationsmålet.

Som diskuteras och illustreras i utkastet till penningpolitisk rapport är det inte bara KPIF-inflationen exklusive energipriser som just nu tyder på att den underliggande inflationen uppvisar svaghetstecken och är låg.¹ Riksbanken beräknar regelbundet ett stort antal mått på underliggande inflation som alla indikerar att den trendmässiga inflationen föll under hösten ifjol eller inledningen av innevarande år. I maj uppgick medelvärden för de olika måtten till strax under 1,5 procent, det vill säga helt i linje med noteringen för KPIF-inflationen exklusive energipriser.² Varken KPIF-inflationen exklusive energipriser eller något annat mått på underliggande inflation är målvariabel för penningpolitiken. Men den här typen av mått på den trendmässiga inflationsutvecklingen ger ofta en bra fingervisning om vart inflationen är på väg på lite sikt. Att dessa mått nu har vänt nedåt och ligger en bra bit under 2 procent förmedlar att det finns en risk för att KPIF-inflationen framöver inte utan vidare kommer att förbli nära inflationsmålet.

¹ Se marginalrutan "Inflationsmålet och mått på underliggande inflation" samt diagram 3:3 i utkastet till penningpolitisk rapport.

² KPIF-inflationen exklusive energipriser har uteslutits i medelvärdesberäkningen.

När det gäller inflationsförväntningarna, så som de mäts i Prosperas månads- och kvartalsvisa enkätundersökningar, är bilden överlag ljus, med förväntningar hyggligt nära inflationsmålet för samtliga typer av respondenter och tidshorisonter. Förändringarna i de två nya mätningarna för maj och juni är i allmänhet små. Om något är intrycket att svarens spridning runt inflationsmålet har minskat en del. I kvartalsundersökningen i mars låg medelvärdet för sju av totalt 30 svarkategorier, eller drygt 23 procent, utanför intervallet 1,8-2,2 procent.³ I den senaste undersökningen i juni var det bara medelvärdet för två av 30 svarkategorier, eller knappt sju procent, som låg utanför detta intervall.

På det penningpolitiska mötet i april uttryckte jag en del oro för de nedgångar i arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar som hade skett i marsundersökningen. I den undersökningen föll arbetsgivarorganisationernas KPI-inflationsförväntningar med cirka 0,2 procentenheter på både ett och två års sikt. För arbetstagarorganisationerna var det i stället förväntningarna på KPIF-inflationen som gick ner ganska påtagligt, med knappt 0,2 procentenheter på två års sikt och drygt 0,3 procentenheter på fem års sikt.

Dessbättre redovisade undersökningen i juni tydliga korrigeringar uppåt för alla dessa siffror. Det är naturligtvis välkommet. Men framöver vore det också önskvärt att svängningarna i förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna dämpas en del. Att dessa inflationsförväntningar uppvisar så stora svängningar från undersökning till undersökning är bekymmersamt med tanke på hur viktigt det är att just arbetsmarknadsorganisationerna uppfattar inflationsmålet som ett stabilt ankare för pris- och lönebildningen.

Slutsatsen jag drar av utvecklingen i inflationen och inflationsförväntningarna är att den aktuella inflationsbilden är ungefär densamma som i april. KPIF-inflationen håller sig nära vår prognos och målet men det beror i hög grad på stora bidrag från stigande energipriser. Den mer underliggande inflationen, som ofta ger en bra fingervisning om vart inflationen är på väg på lite sikt, fortsätter att uppvisa svaghetstecken och vara låg. En mycket viktig förutsättning för att inflationen framöver ska förbli nära 2 procent är att tjänstepriserna utvecklas starkare och börjar bidra mer till prisökningarna. Inflationsförväntningarna ligger nära målet och förefaller dessutom uppvisa en viss ökad stabilitet. Det som återstår är nu att detta också på ett lite mer djupgående sätt återspeglas i pris- och lönebildningen.

Ser vi till prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport görs nu en förhållandevis stor upprevidering av bedömningen av KPIF-inflationen under det kommande året. Revideringen är som störst under ett antal månader runt årsskiftet 2018-19, då inflationsprognosen är cirka

³ I enkäten tillfrågas fem olika typer av respondenter (arbetstagarorganisationer, arbetsgivareorganisationer, inköpschefer i tillverkningsindustrin och handeln samt penningmarknadens aktörer) om deras inflationsförväntningar på ett, två och fem års sikt. Frågorna avser både KPI- och KPIF-inflationen. Varje respondent svarar således på sex olika frågor. Med fem olika typer av respondenter kan man således dela in svaren i 30 olika svarkategorier. Beräkningen här avser medelvärdet av svaren för var och en av dessa 30 kategorier.

0,5 procentenheter högre än i den penningpolitiska rapporten i april. Prognosen innebär en topp för inflationen i januari 2019, då den beräknas uppgå till hela 2,5 procent. Det är dock viktigt att notera att den här uppskrivningen av prognosen inte är ett resultat av större konjunktur- eller löneeffekter utan beror på att energipriserna fortsätter att överraska på uppsidan samtidigt som också kronans växelkurs på nytt har utvecklats svagare än väntat. Det nya prognosantagandet för kronans utveckling påverkar förvisso också bedömningen av KPIF-inflationen exklusive energipriser, men här är effekterna ganska små, vanligtvis inte större än cirka en tiondel av en procentenhet. De föreslagna prognosjusteringarna innebär att KPIF-inflationen skjuter över inflationsmålet fram till sommaren nästa år, för att därefter i stort sett vara i linje med målet. Exklusive energipriser är inflationen däremot nära 2 procent redan från och med årsskiftet.

Jag ställer mig bakom prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Och jag ställer mig också bakom penningpolitiken som där föreslås. Men precis som vid våra möten i februari och april fortsätter jag att tro, i förhållande till den reporäntebana som våra prognoser nu bygger på, att sannolikheten för att det kommer att bli nödvändigt att senarelägga den första räntehöjningen är större än sannolikheten för att det kommer att vara möjligt att tidigarelägga den. I strikt mening innebär det att min egen prognos för reporäntan är lägre än den prognos som jag nu ställer mig bakom. Att jag bedömer att jag ändå kan ställa mig bakom det penningpolitiska antagandet i rapportutkastet har att göra med att skillnaden mot min egen prognos inte är särskilt stor. Till detta kommer att vi talar om prognoser som förstås är osäkra och att det finns ytterligare tid att justera dessa innan det är dags att verkligen genomföra den första räntehöjningen.

Att min egen prognos för reporäntan bara är lite lägre än prognosen i rapportutkastet betyder dock inte, så som jag ser det, att frågan blir oviktig. Det går nämligen inte att utesluta att effekterna på inflationen, och i värsta fall även ekonomin i övrigt, kan bli ganska stora även om Riksbanken bara gör små förskjutningar i tidpunkten för den första räntehöjningen. Det har i sin tur att göra med att de rådande monetära förhållandena, och särskilt nivån för kronans växelkurs, kan påverkas av marknadens förväntningar över hur Riksbanken tros agera ganska långt in i framtiden. Om en relativt tidig räntehöjning då skulle föra med sig att marknaden på ett mer genomgripande sätt omvärderar sin syn på Riksbankens framtida penningpolitik kan resultatet bli en snabb och påtaglig åtstramning i Sveriges monetära förhållanden. Det skulle naturligtvis påverka inflationen negativt och om åtstramningen är tillräckligt stor även kunna skapa ganska allvarliga problem för realekonomiska storheter som produktion och sysselsättning.

Det är möjligt att sannolikheten för ett sådant här scenario inte är särskilt stor. Men om det skulle inträffa så kan konsekvenserna bli väldigt svåra att hantera. Det gäller därför att bedriva penningpolitiken på ett sådant sätt att risken för att detta scenario ska inträffa verkligen är mycket liten. Av betydelse i sammanhanget är ju förstås, som jag redan varit inne på, att det redan utan den här typen av komplikation finns en del frågetecken kring styrkan i inflationstrycket. Att dessutom marknaden numera förväntar sig att ECB ska höja sin styrränta

något senare och i en långsammare takt än tidigare samtidigt som det finns flera allvarliga risker i vår omvärld gör det naturligtvis inte heller mindre angeläget att i det här läget undvika en kraftig åtstramning av de monetära förhållandena.

Jag har hittills valt att avstå från att göra någon kvantifiering av hur mycket lägre min egen prognos för reporäntan är jämfört med Riksbankens prognos. Men om jag nu tvingar mig själv till att göra det så blir min utgångspunkt att det för stunden är ungefär lika sannolikt att den första räntehöjningen kan genomföras mot slutet av det här året som att det blir under våren nästa år. Översatt till skillnader i räntepunkter innebär det att min egen reporäntebana under den relevanta perioden i genomsnitt ligger cirka tio räntepunkter lägre än Riksbankens prognos. Den här överslagsberäkningen måste naturligtvis tas med en nypa salt men den bekräftar ändå att skillnaden mellan prognoserna är liten. Formulerat i ord kan man säga att även min egen räntebana innebär att det är fullt möjligt att den första räntehöjningen kan ske mot slutet av det här året men att man också bör vara öppen för att det kan komma att dröja till en bit in på nästa år.

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom den penningpolitiska rapportens bedömningar och prognoser samt förslaget till penningpolitiskt beslut.

Sedan april har omvärldskonjunkturen utvecklats på ett fortsatt gynnsamt sätt och i linje med tidigare prognos, men riskerna för att en sämre omvärldsutveckling som påverkar Sverige har också ökat. Jag vill nämna tre saker.

För att börja i Europa så har den italienska börsen fallit och obligationsräntor stigit på grund av oro för den nya regeringens ekonomiska program och förhållningssätt till EU-samarbetet. En viss stabilisering av marknadsräntorna har därefter infunnit sig, men turbulensen i maj, som också gav vissa spridningseffekter i grannländer, är en påminnelse om att det finns strukturella sårbarheter i den italienska ekonomin. Till skillnad mot under den europeiska skuldskrisen 2010 till 2012 har EU förstärkt sin institutionella förmåga att hantera problem men de nya institutionerna måste ändå beskrivas som ganska oprövade. Prognosrevideringarna som har gjorts i utkastet till den penningpolitiska rapporten berör den italienska ekonomin och antas ha små spridningsrisker till omvärlden. I kombination med andra internationella svårigheter kan problemen i Italien emellertid bli ett större problem för euroområdet, och därmed för Sveriges viktigaste handelspartner.

Vad gäller utrikeshandeln har också riskerna för en sämre utveckling ökat. USA:s utspel om ändrade handelsvillkor och omvärldens respons kan via finansiella marknader och försvagad framtidstro komma att få större effekter på den ekonomiska aktiviteten. Så här långt bedöms makroeffekterna som små, men det är på basis av hittillsvarande information. En mer varaktig

reträtt från den internationella integration som har fördjupats under decennier skulle leda till en svagare utveckling också i Sverige.

En tredje omständighet som ökar risken för sämre omvärldsutveckling är att de finansiella förhållandena har börjat stramas åt, drivet av räntehöjningarna från USA:s centralbank. Det har medfört spridningseffekter till framväxande ekonomier som är exponerade för dollarfinansiering och som har svag bytesbalans och/eller svaga offentliga finanser. De finansiellt stramare förhållandena märks också på att tidigare stora kapitalinflöden till en rad framväxande ekonomier har minskat. Stramare finansiella förhållanden drivet av penningpolitiken är ett naturligt skeende givet att USA:s ekonomi kommit långt fram i sin ekonomiska expansion, men risken finns att åtstramningen sker på ett sätt som inte är gradvis och det kan orsaka både finansiella och konjunkturella svårigheter för dollarberoende länder.

De här tre internationella omständigheterna, särskilt riskerna för ökad protektionism, låter sig inte fångas så lätt i prognosmodeller. Men de utgör nedsidesrisker för konjunkturbedömningen.

I Sverige är den ekonomiska utvecklingen emellertid fortsatt stark. Med historiskt högt resursutnyttjande efter flerårig expansion väntas tillväxten framöver dämpas till historiskt mer normala nivåer. Att tillväxten sjunker är dock inte ett problem för möjligheterna att normalisera penningpolitiken eftersom resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt.

Sedan aprilmötet har två inflationsutfall kommit in. Måluppfyllelsen, det vill säga att hålla inflationen mätt som KPIF nära 2 procent, är i dagsläget god. Men för att bedöma förutsättningen att hålla kvar inflationen nära målet behöver även olika mått för underliggande inflation betraktas.

Drivet av den fortsatta ekonomiska expansionen och tidigare kronförsvagning är prognosen för KPIF exklusive energi något uppreviderad jämfört med april. Att det inte kommer negativa överraskningar i inflationen skapar också större stabilitet i inflationsförväntningarna, vilket möjliggör att Riksbanken påbörjar räntehöjningar enligt tidigare prognos.

Växelkursen är ju en av flera viktiga faktorer för att analysera inflationen och bedöma lämplig penningpolitik. Att kronan oväntat har försvagats under våren har orsakat en hel del kritik mot Riksbankens förda penningpolitik, på temat att det är uteblivna räntehöjningar som driver försvagningen.

Den kritiken förtjänar två kommentarer: Den första är att kronan inte är den enda valuta som försvagats utan liknande trender kan noteras även för flera andra mindre ekonomier med betydande utrikeshandel.

Min andra kommentar är att räntemarknaden, uttryckt i terminspriserna, har gjort en betydande förflyttning av sina förväntningar på Riksbanken. För ett knappt år sedan visade terminspriserna en förväntan på stigande reporänta i början av det här året.

Marknaden trodde då att räntehöjningarna skulle påbörjas innan direktionen själv trodde det skulle bli höjningar. Därefter ändrade räntemarknaden förväntningarna och har enligt den nuvarande prissättningen ställt in sig på att den första räntehöjningen sker från Riksbanken först 2019. Under samma period har direktionens prognos förflyttats mycket mindre. Vid vårt förra möte i april, förflyttades prognosen om tidpunkten för den första räntehöjningen något från andra halvåret 2018 till i slutet av 2018.

De ändrade förväntningarna från räntemarknaden har medverkat till att kronan försvagats, till skillnad från direktionens prognos om en starkare krona. Anledningarna till att räntemarknaden ändrade förväntningarna om riksbankens politik är för mig ganska oklara eftersom direktionens prognoser och penningpolitiska plan endast har justeras marginellt under den period jag nu diskuterar. Möjligen är det istället omvärldshändelser som fått räntemarknaden att flytta på sina förväntningar om svensk penningpolitik, men då är det omständigheter som knappast Riksbanken kan lastas för.

Vad betyder då detta för kronprognosen framåt? Att direktionen idag håller fast vid samma reporäntebana som i april skulle kunna stärka kronan efter dagens räntebesked men det är också nästan lika sannolikt att kronan inte stärks, bland annat eftersom internationella risker, som jag nämnde inledningsvis, förmodligen blir ganska långvariga teman. För Sveriges del har vi också opinionismätningar som signalerar osäkerhet om kommande regeringsbildning, vilket skulle kunna tynga kronan ytterligare en tid.

I detta sammanhang vill jag också säga några ord om beslutet att förlänga mandatet för valutainterventioner som en möjlig kompletterande penningpolitisk åtgärd. Det är fullt möjligt att göra interventioner även utan ett sådant här mandat, men jag ser det som ansvarsfullt att delegera ett ansvar för att möjliggöra en snabb insats om så behövs. Mandatet skulle kunna ifrågasättas på temat att de senaste månadernas oväntade kronförsvagning gör det osannolikt att direktionen skulle vilja intervensera. Men det är inte den aktuella nivån som är det viktigaste att beakta utan de tänkbara konsekvenserna om kronan skulle börja stärkas oväntat kraftigt.

Avslutningsvis vill jag säga några ord om reporäntebanan.

Jag har tidigare sagt att eftersom det har tagit längre tid än väntat och krävt betydande penningpolitisk expansion för att återkomma till målet är det viktigt att gå försiktigt fram med räntehöjningar.

Den uppreviderade KPIF-prognosen skulle kunna tala för ett visst tidigareläggande av räntehöjningar som skulle kunna inkludera även en höjning i september, men för mig är inte inkommen data tillräckligt avvikande från prognos eller prognosrevideringar tillräckligt stora för att ta ett sådant steg.

Sedan april har däremot den ekonomiska statistiken stärkt mig i uppfattningen att en oförändrad prognos för reporäntan framåt är den bästa prognosen. Att påbörja höjningar i slutet av året

skulle innebära att inflationen varit vid målet i nära 1,5 år dessförinnan, vilket har behövts givet tidigare svårigheter med att nå målet.

I april så sa jag att givet att nuvarande bedömning av den ekonomiska utvecklingen håller, ser jag det som sannolikt att stödja en räntehöjning vid något av mötena i oktober eller december. Den bedömningen gäller även vid detta möte.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag inte ställer mig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Jag anser att reporäntan bör höjas med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. I konsekvens med detta anser jag också att räntebanan bör tidigareläggas så att den blir konsistent med den av mig föreslagna reporäntehöjningen. Jag stöder inte heller förslaget att förlänga mandatet att intervensera på valutamarknaden.

Det ekonomiska läget i omvärlden är gott. Ett uttryck för detta är att världshandeln med varor ökar. Under de senaste 12 månaderna har den årliga ökningstakten legat på drygt 4,5 procent. Ökad handel är av avgörande betydelse för en liten öppen ekonomi som den svenska. Den gryende protektionismen ger därför anledning till oro. Samtidigt återstår det att se vilka konsekvenser nya tullar och vapenskrammel om nya handelshinder kommer att ha för världshandeln.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms under 2018 komma uppgå till 2,7 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. För 2019 är prognosen 2,4 procent. Den KIX-vägda inflationen är uppreviderad och bedöms bli 2,2 procent respektive 2,1 procent under 2018 och 2019.

De goda globala makroekonomiska förutsättningarna gör att det för omvärlden finns förväntningar om mindre expansiv penningpolitik. Den amerikanska centralbanken har höjt sin styrränta i flera omgångar. Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden stiga, om än i långsam takt. Ett viktigt exempel på den globala ränteutvecklingen är att räntan på tioåriga amerikanska statsobligationer under den senaste tiden varierat kring 3 procent. Detta är en nivå som denna ränta inte varit på sedan årsskiftet 2013/14.

Låt mig övergå till Sverige. Målvariabeln för penningpolitiken är sedan i höstas KPIF. Den årliga ökningstakten för KPIF låg på 2,1 procent vid den senaste inflationsmätningen i maj. KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De senaste 14 månaderna har KPIF-inflationen återfunnits i intervallet 1,7 – 2,4 procent. Den genomsnittliga inflationstakten under dessa 14 månader har varit 2,0 procent. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen kommer vara 2,1 procent i årstakt under både 2018 och 2019. Detta är stora

upprevideringar jämfört med prognoserna i den penningpolitiska rapporten från april.

Måluppfyllelsen är god!

Junimätningen av inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden låg på 2,0 procent. De senaste 30 månaderna har medeltalet för femårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre. Intrycket att inflationsförväntningarna ligger på tvåprocentsmålet förstärks om man ser till förväntningarna på två års sikt. I juni låg dessa förväntningar också på 2,0 procent. Om man ser tillbaka har tvåårsförväntningarna varit 1,9 procent eller högre under de senaste 18 månaderna. För tionde månaden i rad låg ettårsförväntningarna i juni på 1,9 procent eller högre. Det är första gången detta sker under tio månader i rad sedan februari-november 2011. Inflationsförväntningarna nu är väl förankrade!

Jag övergår nu till att diskutera läget på arbetsmarknaden. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I maj 2018 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,4 procent. Det är faktiskt högre än samma månad ett år tidigare. Då låg andelen arbetslösa kassamedlemmar på 2,2 procent. Några tiondelar av en procent hit eller dit spelar ingen större roll, men kvalitativt är det intressant att den nedåtgående trend som vi har sett under flera år nu har brutits. Trendbrottet understryker att arbetslösheten nu har bottnat.

För detta talar även utfallen för arbetslösheten så som Arbetsförmedlingen (Af) mäter den. Summan av inskrivna öppet arbetslösa och programdeltagare som andel av den registerbaserade arbetskraften var 6,8 procent i maj 2018. Detta kan jämföras med 7,3 procent samma månad ett år tidigare. Men det riktigt intressanta med Af:s statistik är att det går att jämföra utvecklingen för inrikes födda med den för utrikes födda. För inrikes födda var arbetslösheten i maj 3,5 procent enligt Af:s statistik. Samma månad ett år tidigare var siffran 3,8 procent. Visserligen en nedgång men inte särskilt stor. För utrikes födda var motsvarande arbetslöshetsstal 20,2 procent i maj 2018 och 21,9 procent i maj 2017. Min tolkning är att nedgången i arbetslösheten enligt Af framför allt handlar om en nedgång för utrikes födda. För inrikes födda däremot förstärks bilden att arbetslösheten har bottnat.

Men det officiella måttet på arbetslösheten i Sverige ges av Arbetskraftsundersökningarna (AKU). Samtidigt tycker jag att det är viktigt att ha de andra två måtten som bakgrund när man tolkar AKU. Enligt den senaste arbetskraftsundersökningen (AKU) låg arbetslösheten i maj på 6,5 procent (ej säsongrensat). Det är lägre än motsvarande månad ett år tidigare då AKU-arbetslösheten låg på 7,2 procent.

Arbetslösheten är dock enligt min mening fortfarande på en för hög nivå. Men idag handlar det snarast om att få ner arbetslösheten för utrikes födda. Och då handlar det primärt om arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker de arbetslösas humankapital och sänker kostnaderna för att anställa dem snarare än om allmän efterfrågepolitik.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden. Inflationen har nu varit kring målet på 2 procent i utfall och förväntningar en längre tid. Detta är det avgörande argumentet för att det är dags att börja normalisera penningpolitiken. Att inflationen enstaka månader varierar några tiondelar hit eller dit kring 2 procent inflation kan inte få styra penningpolitiken. Men istället har penningpolitiken blivit mer expansiv sedan aprilbeslutet om man ser till den reala reporäntan enligt utkastet till penningpolitisk rapport (se diagram 1:8).

Penningpolitikens prisstabilitetsmål handlar i grunden om att hushållens levnadskostnader inte ska öka alltför snabbt. Det är därför konsumentprisindex används för att mäta inflationen. I Sverige är det KPI som är måttet på levnadskostnaderna och målet för penningpolitiken är formulerat i termer av KPI med fast ränta, KPIF. Det är givetvis intressant att studera olika uppdelningar av KPIF. Det kan exempelvis handla om skillnaden mellan varor och tjänster. Det kan också handla om att jämföra priser som utvecklas som resultat av en permanent pågående utveckling med priser som är resultatet av temporära förändringar.

Men det är viktigt att sådana analyser inte skymmer målet för penningpolitiken. Införandet av variationsbandet hade också som bakgrund att det alltid finns oväntade händelser, brus och osäkerheter som gör att det inte alltid går att nå inflationsmålet exakt. Om man väljer att räkna bort vissa priser riskerar man att räkna bort relativprisförändringar. Sedan slutet av 2015 har energipriserna trendmässigt ökat snabbare än övriga priser i KPIF. Visst kan det vara intressant att studera KPIF exklusive energipriser. Men hushållen i Sverige kan inte räkna bort energipriser, inte när de står vid bensinpumpen och tankar sina bilar och inte när de betalar sina elräkningar via sina internetbanker. Energikostnaderna är en del av levnadskostnaderna. Dessa penningpolitiska överväganden sammantagna gör att jag inte kan ställa mig bakom bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna i utkastet till penningpolitisk rapport.

Slutligen, beslutet om ett mandat för riksbankschefen och förste vice riksbankschefen att intervensera på valutamarknaden fattades i ett läge då inflationen och inflationsförväntningarna låg långt under målet. Dagens situation är annorlunda. Med inflation och inflationsförväntningar nära målet anser jag att frågor om eventuella interventioner på valutamarknaden kan handläggas utan särskilda mandat.

Sammanfattningsvis anser jag därför att reporäntan bör höjas med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. I konsekvens med detta anser jag också att räntebanan bör tidigareläggas (men med samma lutning som i utkastet till penningpolitisk rapport) så att den blir konsistent med den av mig föreslagna reporäntehöjningen. Jag stöder inte heller förslaget att förlänga mandatet att intervensera på valutamarknaden.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag vill inleda med att säga att jag delar synen på den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld och i Sverige så som den beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Jämfört med de prognoser som gjordes i samband med det penningpolitiska mötet i april är det i dagens utkast små revideringar i prognoserna på sikt och då är det naturligt för mig att stödja förslaget att reporäntan behålls på sin nuvarande nivå om -0,5 procent, och att räntebanan är oförändrad. Jag ställer mig även bakom förslaget att förlänga det mandat som underlättar för snabba interventioner på valutamarknaden, om sådana skulle vara nödvändiga för att värna inflationsmålet. Som en del av penningpolitiken fortsätter också återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen enligt den plan som vi beslutade i december 2017. Köpen har under första halvåret uppgått till knappt en miljard kronor i veckan och de har fungerat väl. Utöver den vanliga räntesättningen behåller vi via återinvesteringarna en fortsatt beredskap i penningpolitiken att agera oortodoxt, vilket jag bedömer är värdefullt ännu en tid.

Ser vi till utvecklingen i vår omvärld kan vi konstatera att den globala tillväxten är fortsatt god. Tillväxten i omvärlden väntas i år bli en bit över 2,5 procent (mätt i KIX-viktade termer), med goda tillväxttal även åren därefter. Men det finns nya och gamla källor till oro som vi behöver följa noga. I Europa finns till exempel frågetecken kring den långsiktiga hållbarheten i den italienska statens finanser om finanspolitiken där läggs om i mer expansiv riktning. I den globala ekonomin ökar oron kring potentiella effekter av den upptrappade handelskonflikten mellan USA och deras stora handelspartners. Och flera tillväxtekonomier brottas med ekonomiska problem. Det finns skäl att tro att de här spänningarna ökar när räntorna stiger i USA. Den här sortens handels- och geopolitiska risker är svårbedömda och låter sig inte siffersättas på ett enkelt sätt. De syns därför inte nödvändigtvis i prognoserna, men kan ändå komma att påverka politiken längre fram beroende på utvecklingen. Det här är risker, som om de inträffar, är risker på nedåtsidan för en öppen ekonomi som den svenska. Den globala tillväxten är god, men omvärldsriskerna har ökat.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige är fortsatt god. Tillväxten i år väntas bli 2,5 procent, något över det historiska snittet och marginellt lägre än prognosen i april. Exporten har reviderats ned med nästan två procentenheter jämfört med bedömningen i april, bland annat till följd av ett svagare än väntat utfall för första kvartalet i år samt tecken på svagare utväxling mellan global tillväxt och handel. Men importen är nedreviderad av samma skäl och förändringen i prognosen för nettoexporten, och effekten på BNP, är därmed liten, men det är ändå ett orosmoment. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att vara mycket starkt. Arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har nått historiskt höga nivåer. Arbetslösheten, som sjunkit med nästan två procentenheter sedan 2014, bedöms ha bottnat och väntas stiga något de kommande åren, trots höga bristtal som har sitt ursprung i allehanda matchningsproblem. Resursutnyttjandet, både på arbetsmarknaden och i ekonomin i stort, bedöms stiga i år och vara högre än normalt de kommande åren, och trots det är inflationstrycket begränsat. I det avseendet förefaller inte gamla samband gälla fullt ut.

Inflationstakten har under en tid utvecklats i linje med vårt mål på två procent. Uppgiften för oss nu är att se till att inflationen fortsätter att utvecklas i linje med målet. Som visas i utkastet till penningpolitisk rapport har olika mått på underliggande inflation uppvisat en svag utveckling. Måtten har lite olika konstruktion men har det gemensamt att de försöker rensa bort "bruset" ur inflationsstatistiken, så att det mer varaktiga inflationstrycket träder fram. I diagram 3:3 i rapporten sammanfattas ett knappt tiotal sådana mått på underliggande inflation i form av ett fält. Där syns tydligt hur de olika måtten på underliggande inflation steg trendmässigt från 2014 fram till i fjol. Uppgången bröts och numera tyder de olika måtten på att inflationstrycket är måttligt. Den måttliga löneutvecklingen, speciellt i förhållande till resursutnyttjandet, bidrar till samma bedömning. För att se till att inflationen även under kommande år utvecklas stabilt runt 2 procent behöver penningpolitiken därför fortsätta att ge stöd åt konjunkturen så att den kan ge avtryck i prisökningarna.

Måluppfyllelsen har varit god under senare tid, men för att inflationen ska fortsätta att utvecklas i linje med målet behövs fortsatt stöd från en expansiv penningpolitik ett tag till. Att redan nu ändra penningpolitiken i en mindre expansiv riktning menar jag är förenat med risker och kan leda till bakslag vad gäller inflationsutvecklingen. Omvärldsriskerna ligger ju också enligt min mening på nedåtsidan.

Sverige är en liten öppen ekonomi, vars ekonomiska utveckling i hög grad beror på vad som händer i vår omvärld. En viktig faktor för att den svenska inflationstakten varaktigt ska utvecklas i linje med inflationsmålet är att inflationstrycket i omvärlden stiger från de senaste årens måttliga nivåer. Med dagens varu- och tjänstemarknader är det svårt att tro att Sverige på en mer permanent basis skulle kunna ha en inflationstakt som påtagligt överstiger omvärldens. Våra prognoser vilar på antagandet att en fortsatt expansiv penningpolitik i omvärlden leder till ett stigande internationellt inflationstryck framöver. Men det finns en osäkerhet förenat med den här bedömningen, då inflationen är fortsatt låg i många länder trots den starka konjunkturen. Ytterligare en betydelsefull faktor är kronans utveckling. Den svenska kronans växelkurs har varit ovanligt volatil, och hittills i år haft en svagare utveckling än väntat. Mot bakgrund av bland annat det svaga inflationstrycket är min bedömning att en alltför snabb förstärkning framöver kan göra det svårare att stabilisera inflationen kring 2 procent. Här finns också en spänning mellan de stora valutaområdena. Det är rimligt att utgå ifrån, precis som idag, att svenska räntor kommer att ligga närmare nivån inom EMU än den i USA.

Sammantaget behöver penningpolitiken vara expansiv ytterligare en tid. Men det låga ränteläget innebär en fortsatt stigande skuld- och riskuppbyggnad som är bekymmersam och förknippad med tilltagande finansmarknadsrisk. Den höga skuldsättningen bland hushållen beror i mångt och mycket på strukturella problem på den svenska bostadsmarknaden. För att komma till rätta med dem behövs åtgärder inom bostadspolitiken, skattepolitiken och makrotillsynen. Våra

penningpolitiska och finansiella stabilitetsrapporter har tagit upp dessa frågor många gånger de senaste åren och därför upprepar jag inte argumenten här.

Slutsatsen för penningpolitiken är att det är för tidigt att nu ändra kurs; fortsatt vaksamhet och försiktighet är nödvändig. Inflationen är numera väl i linje med målet, men vårt uppdrag är att se till att den fortsätter att utvecklas stabilt runt 2 procent. Och för det krävs fortsatt uppbackning i form av en expansiv penningpolitik. Sverige har idag en bättre tillväxt, lägre arbetslöshet och en högre inflationstakt än inom EMU. Mot den bakgrunden är det också, om den utvecklingen fortsätter, rimligt att anta att Sverige borde ha en något högre ränta än inom EMU. Samtidigt känns vår måluppfyllelse idag skör. Mot den bakgrunden kommer en normalisering av penningpolitiken att kräva stor försiktighet.

§3. Diskussion

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag ansluter mig till Pers och Kerstins uppfattning om att det kan bli ett bekymmer att varaktigt uppnå inflationsmålet om tjänstepriserna fortsätter att utvecklas svagt.

§4. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade

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

Vice riksbankschef Martin Flodén reserverade sig mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förespråkade en räntebana som indikerar en första höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter i september eller oktober i år men som sammanfaller med rapportens räntebana från och med tredje kvartalet 2019.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förordade en höjning av reporäntan till -0,25 procent med hänvisning till den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige och internationellt.

§5. Beslut om förlängt mandat för valutainterventioner

Direktionen beslutade

- att förlänga mandatet till och med den 12 februari 2019 enligt förslaget, protokollsbilaga A och B till särskilt protokoll nr 5.

Vice riksbankscheferna Martin Flodén och Henry Ohlsson reserverade sig mot beslutet att förlänga mandatet för valutainterventioner. Flodén angav samma motivering som vid de tidigare besluten kring mandatet. Ohlsson ansåg att i ett läge med inflation och inflationsförväntningar nära målet kan eventuella interventioner på valutamarknaden handläggas utan särskilda mandat.

§6. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under § 4 med motivering i ett pressmeddelande tisdagen den 3 juli 2018 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde torsdagen den 12 juli 2018 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

Justeras:

Stefan Ingves

Kerstin af Jochnick

Martin Flodén

Per Jansson

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