



Penningpolitiskt protokoll

Oktober 2019

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 23 oktober 2019 beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Liksom i september indikerar prognosen för reporäntan att räntan mest sannolikt höjs i december till noll procent. Låga räntor i omvärlden och fortsatt osäkerhet om den globala och svenska konjunkturen innebär dock att prognosen för reporäntan därefter är nedreviderad och indikerar att reporäntan kommer att vara oförändrad under en längre tid efter den förväntade höjningen i december.

Ledamöterna ställde sig bakom den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. I Sverige liksom i omvärlden har ekonomin gått in i en fas med lägre tillväxttakt, något som legat i Riksbankens prognoser sedan en tid tillbaka. Sedan i september pekar ny information sammantaget på att konjunkturen mattas av snabbare än väntat. Men flera ledamöter betonade att avmattningen innebär en normalisering av ett ekonomiskt läge som varit starkt i många år med hög tillväxt och en god utveckling på arbetsmarknaden. Även om prognoserna är nedreviderade ger de inte bilden av lågkonjunktur, vare sig i Sverige eller i omvärlden.

Inflationen har legat nära inflationsmålet på 2 procent under en längre tid. De senaste månaderna har inflationen fallit i linje med Riksbankens prognos, men väntas stiga framöver. Ledamöterna konstaterade att resursutnyttjandet väntas vara nära normala nivåer framöver samtidigt som inflationsutsikterna sammantaget är oförändrade det närmaste året. Detta talar för att bibehålla den tidigare kommunicerade penningpolitiken på kort sikt. Det innebär att reporäntan nu lämnas oförändrad på -0,25 procent och att den mest sannolikt kommer att höjas till noll procent vid det penningpolitiska mötet i december.

Ledamöterna betonade att det även fortsättningsvis finns osäkerhet om konjunktur- och inflationsutsikterna, både i Sverige och i omvärlden. I kombination med en svagare konjunkturbild och ett fortsatt lågt ränteläge globalt är det enligt direktionen därför svårt att säga när det är lämpligt att höja räntan igen efter den förväntade höjningen i december. Den sammantagna bilden talar för att gå mer försiktigt fram med penningpolitiken. Ledamöterna ansåg att det därför var rimligt att sänka prognosen för reporäntan framöver. Reporäntan förväntas nu vara oförändrad på noll procent under en längre tid.

Samtliga ledamöter stod bakom både beslutet att hålla reporäntan oförändrad på -0,25 procent och prognosen för reporäntan. En ledamot uttryckte dock tveksamhet kring att höja räntan vid årsskiftet och argumenterade för att detta hellre borde ske en bit in i prognosperioden.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 5

DATUM: 2019-10-23
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
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley

Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige
Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige

Vesna Corbo
Hans Dellmo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Pia Fromlet
Jesper Hansson
Jens Iversen
Kristian Jönsson
Maria Kindborg
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Bengt Petersson
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3a)
Maria Sjödin
Albina Soultanaeva
Ulf Söderström
Anders Vredin
Fredrik Wallin (§ 1-3a)
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3a)

Det antecknades att Pia Fromlet och Bengt Petersson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Carl Fredrik Pettersson, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sammantaget har aktiepriser och räntor stigit sedan det penningpolitiska mötet i september. Det beror framför allt på utvecklingen under senare delen av oktober då stämningssläget blev ljusare. Det förbättrade stämningssläget kan förklaras av att risken för att Storbritannien lämnar EU utan avtal har minskat påtagligt, vissa framsteg i handelsrelationerna mellan USA och Kina och företags delårsrapporter som hittills har levt upp till förväntningarna avseende tredje kvartalets vinster.

Sedan septembermötet har både amerikanska Federal Reserve och den Europeiska centralbanken (ECB) sänkt sina styrräntor. Även Bank of Japan och Bank of England har signalerat att ytterligare penningpolitiska lättnader är möjliga. Norges Bank går mot strömmen och höjde styrräntan i september. Marknadsaktörernas förväntningar om framtida styrräntor har stigit sedan september. När det gäller ECB indikerar marknadsprissättning nu en betydligt lägre sannolikhet för ytterligare en styrräntesänkning under nästa år jämfört med i september. Enkätundersökningar bland bankekonomer visar visserligen att en styrräntesänkning förväntas under 2020, men respondenterna har flyttat fram sina förväntningar om när denna kommer. I Federal Reserves senaste protokoll från det penningpolitiska mötet i september uppgavs inga större skäl till att ytterligare justera penningpolitiken, trots att nedåtriskerna bedömdes ha ökat. De ledamöter som föredrog oförändrad styrränta menade att räntan endast borde sänkas om data motiverade det. Tillsammans med svagare utfall för både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn har det resulterat i att marknaden prissätter en sänkning av styrräntan i oktober. Sammantaget har dock förväntningarna på den amerikanska styrräntan stigit jämfört med i september.

Oljepriset fortsätter att vara dämpat till följd av rådande konjunkturavmattning. Liksom aktiemarknaden varierar oljepriset med framgångar och bakslag i handelsförhandlingarna mellan USA och Kina. I dagsläget verkar priset i större utsträckning påverkas av efterfrågan än utbudet, trots den försämrade säkerhetspolitiska situationen i Mellanöstern. Samtidigt fortsätter amerikansk produktion och lager av olja att vara på höga nivåer, vilket har en dämpande effekt på oljepriset.

Även i Sverige har det skett rätt stora förändringar i marknadsaktörernas förväntningar på penningpolitiken sedan september. Utvecklingen har präglats av svag statistik och skeenden i omvärlden, men också av att inflationsutfallet för september var i linje med prognosen i den

penningpolitiska rapporten i september. Sammantaget har dessa händelser resulterat i att terminsräntorna har stigit och marknadsprissättningen indikerar en viss sannolikhet för en räntehöjning nästa år. Flertalet analytiker vid kommersiella banker bedömer dock att reporäntebanan kan komma att sänkas i samband med dagens penningpolitiska möte, medan den aktuella reporäntan väntas lämnas oförändrad. Majoriteten av bankekonomer förväntar sig också att reporäntan kommer att hållas oförändrad under nästa år.

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 7, 8 och 10 oktober. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett möte med direktionen den 14 oktober, och på ett extra beredningsmöte den 21 oktober diskuterades hur de uppdagade problemen med statistiken från Arbetskraftsundersökningarna (AKU) skulle hanteras. Utfallen från AKU har varit svårtolkade sedan i somras eftersom de har stämt dåligt med annan statistik. Nu har Statistiska centralbyrån (SCB) meddelat att den har upptäckt brister i insamlingsmetoderna som innebär att statistiken är missvisande. Riksbanken beaktar alltid många olika statistikunderlag och använder nu huvudsakligen andra källor än AKU för att bedöma utvecklingen på arbetsmarknaden. För att tydliggöra detta publiceras inte AKU-utfall sedan juni förra året i diagrammen i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Tre frågor har diskuterats särskilt ingående under beredningen. Den första gäller en snabbare avmattning i konjunkturen, främst kopplad till osäkerheten om handelskonflikten mellan USA och Kina och Storbritanniens utträde ur EU. Osäkerheten har lett till ett sjunkande förtroende, medan månadsstatistik kopplad till efterfrågan och produktion under senare tid inte uppvisar motsvarande fall. Detaljhandeln utvecklas fortsatt stabilt globalt. Den andra frågan handlar om hur bestående årets nedgång i långa globala räntor kommer att vara och vilka drivkrafterna är. Den tredje är den svårtolkade utvecklingen på arbetsmarknaden i Sverige som dessutom tog en ny vändning i samband med publiceringen av utfallet för september månad då SCB offentliggjorde att det finns felaktigheter i statistiken för arbetslöshet och sysselsättning.

Det har skett en avmattning i den globala konjunkturen, men det innebär inte att det råder lågkonjunktur. Arbetslösheten är mycket låg i ett historiskt perspektiv i såväl Tyskland som euroområdet totalt och USA. Den strama arbetsmarknaden i dessa delar av världsekonomin har lett till en ökad lönetillväxt, men detta har i sin tur ännu inte medfört en lika stor uppgång i inflationen. Detta är särskilt påtagligt i euroområdet där den underliggande inflationen

fortfarande är mycket låg. Räntorna väntas vara låga under en lång tid framöver vilket ger stöd åt konjunkturen.

Förtroendet i termer av inköpschefsindex i tillverkningsindustrin har fallit betydligt globalt, och då särskilt i euroområdet, medan konsumentförtroendet ligger kvar på en nivå som är högre än normalt. Mot bakgrund av det minskade förtroendet har prognosen för euroområdets BNP-tillväxt reviderats ned och där förutses nu en BNP-tillväxt nästa år på 1 procent och för USA knappt 2 procent. Detta är viktiga förutsättningar för den svenska ekonomin. Osäkerheten om handelspolitiken är dock fortfarande stor och det gäller också Storbritanniens utträde ur EU.

Förtroendet i Sverige är klart under det normala bland både företag och hushåll. Nedgången i konsumentförtroendet kan vara kopplad till en snabbt stigande arbetslöshet enligt den statistik som SCB nu själv har ifrågasatt. Månadsdata för både hushållens konsumtion och produktionen i näringslivet steg avsevärt i juli och augusti, och indikerar en betydligt starkare utveckling än förtroendeindikatorerna. Tillsammans med ett uppreviderat utfall för BNP-tillväxten för det andra kvartalet indikerar detta en fortsatt stabil konjunktur. Mot bakgrund av det sjunkande förtroendet har BNP-prognosen dock reviderats ned för 2020-2021. Även om osäkerheten är stor vad gäller statistiken så bedöms arbetslösheten ha vänt uppåt. Enligt Arbetsförmedlingens statistik har arbetslösheten stigit med 0,3 procentenheter under innevarande år.

I september var inflationen 1,3 procent, helt i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september. Olika mått på underliggande inflation ligger högre och är ganska nära 2 procent. Medianen av de sju mått som Riksbanken publicerar var i september 1,8 procent. Inflationen, som pressats ned av fallande energipriser, förutses stiga upp mot 2 procent i slutet av året, en bedömning som i stort delar av andra prognosmakare. Den tidigare försvagningen av kronan bidrar tillsammans med en fortsatt stark arbetsmarknad till uppgången.

Hansson underströk avslutningsvis att det framlagda prognosförslaget bygger på den penningpolitik som förväntas samla en majoritet i direktionen vid dagens penningpolitiska möte. Antagandet är att reporäntan idag lämnas oförändrad på $-0,25$ procent och att reporäntebanan indikerar en höjning mest sannolikt i slutet av året. Därefter väntas reporäntan enligt förslaget till reporäntebana ligga oförändrad under en längre tid. Förslaget innebär att reporäntan kommer att vara lägre under hela prognosperioden än den bedömning som gjordes i den penningpolitiska rapporten i september. Skälen till denna nedrevidering är att konjunkturen i både Sverige och omvärlden ser ut att mattas av något snabbare och att osäkerheten om konjunktur- och inflationsutsikterna är påtaglig. Prognosförslaget för konjunktur- och inflationsutvecklingen grundas dessutom på det beslut som direktionen fattade i april och som innebär att Riksbanken

från juli 2019 till december 2020 köper statsobligationer för ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag stödjer förslaget att idag lämna reporäntan oförändrad på –0,25 procent. Jag stödjer också den penningpolitiska plan som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport och de övriga prognoser som presenteras där.

Att den internationella konjunkturen skulle försvagas har legat i Riksbankens prognoser sedan en tid tillbaka. Inför vårt penningpolitiska möte i början på september bedömde vi att nedgången i den internationella konjunkturen låg i linje med våra tidigare prognoser. Men samtidigt noterade vi att stämningläget hade försämrats kraftigt. Dessutom indikerade prissättningen på räntemarknaderna att det förväntades en betydligt mer expansiv penningpolitik än vad centralbanker hade kommunicerat.

Efter septembermötet har internationella förtroendeindikatorer fortsatt att försvagas. Prissättningen på räntemarknaden har däremot blivit lite mindre aggressiv trots att såväl ECB som Federal Reserve har sänkt sina styrräntor efter vårt septembermöte. Båda ränteförändringarna var förväntade och marknadsprissättningen tyder på att förväntningarna på den internationella penningpolitiken har skiftat i en mindre expansiv riktning sedan början av september. Spänningen mellan marknadens prissättning och centralbankernas kommunikation har därmed minskat. Räntorna på statsobligationer med lång löptid har stigit men är fortsatt mycket låga.

Det är fortfarande oklart hur handelskonflikten mellan USA och Kina kommer att utvecklas och hur Storbritanniens framtida förhållande till den Europeiska unionen kommer att se ut. Osäkerheten kring de här frågorna i kombination med de handelshinder som hittills har införts ger allt tydligare avtryck i handelsflöden och globala värdekedjor som rubbas.

Bilden av den internationella konjunkturen har inte ändrats särskilt mycket de senaste månaderna men sammantaget ser utvecklingen i euroområdet ändå ut att bli svagare än vi tidigare bedömde. Det baseras bland annat på att tyska förtroendeindikatorer har utvecklats mycket svagt. Vår prognos för euroområdets tillväxt och inflation är därför nedreviderad.

I Sverige hade utvecklingen för såväl tillväxten som inflationen varit lite svagare än väntat redan inför vårt penningpolitiska möte i september. Utvecklingen därefter har varit spretig och svårtydd

men har förstärkt intrycket av att konjunkturen dämpas snabbare och lite mer än i våra tidigare prognoser. Tydligast syns dämpningen i förtroendeindikatorer där indikatorerna från såväl inköpschefer som Konjunkturinstitutets barometer har fortsatt att försvagas.

Efter Statistiska centralbyråns (SCB) översyn av nationalräkenskaperna ändrades bilden av de senaste årens realekonomiska utveckling en del. Helhetsbedömningen att konjunkturläget har varit starkt men nu är mer normalt kvarstår ändå. Bilden av utvecklingen på arbetsmarknaden förändrades ännu mer då SCB meddelade att uppgifterna från Arbetskraftsundersökningarna det senaste dryga året är felaktiga. Den snabba uppgången i arbetslösheten som ligger i deras statistik verkar alltså bero på ett fel i deras statistik och inte på ett faktiskt, och i så fall oroande, konjunkturförlopp. Annan statistik bekräftar att läget på arbetsmarknaden försvagas, men tyder på att försvagningen är förenlig med en normal konjunkturutveckling.

Det är förstås lite oroande att inflationsförväntningarna har rört sig nedåt den senaste tiden. Men med tanke på att inflationen har varit tydligt under målet de senaste månaderna är det inte särskilt överraskande att förväntningarna har sjunkit. Vi har ju dessutom under många år brottats med ett svagt inflationstryck och tidvis alltför låg inflation. Vi kan därför inte räkna med att inflationsförväntningarna är ordentligt förankrade vid målet. Mot den här bakgrunden är det viktigt att perioden med inflation tydligt under målet nu inte återigen blir lång. Och i den här miljön kan även tillfälliga negativa inflationsövertäckningar ställa till en del problem. Till exempel tycker jag att den överraskande låga inflationen i augusti var oroande trots att inflationen sedan steg tillbaka till vår prognosbana i september.

Låt mig nu övergå till mina penningpolitiska övervägningar. Jag ställer alltså mig bakom förslaget till penningpolitiskt beslut. Förslaget innebär att reporäntan lämnas oförändrad på $-0,25$ procent idag, att det är sannolikt att räntan höjs vid nästa penningpolitiska möte men att räntan sedan hålls oförändrad under en längre tid.

Vid det penningpolitiska mötet i september uttryckte jag viss sympati för en räntebana som skulle indikera att reporäntan hålls kvar på $-0,25$ procent tills vi ser tydliga tecken på att konjunkturen och/eller inflationstrycket åter stärks. Men jag bedömde då att det snart skulle finnas förutsättningar att ta ytterligare ett steg bort från de allra lägsta räntenivåerna för att först därefter låta räntan ligga stilla tills vi ser tydliga tecken på att konjunkturen och/eller inflationstrycket åter stärks.

Det här är alltså en bedömning som jag fortfarande håller fast vid. Men utvecklingen efter septembermötet har i viss mån försämrat förutsättningarna för en räntehöjning i närtid. Två faktorer kommer vara särskilt viktiga för mig inför det penningpolitiska mötet i december.

Den första rör inflationen och förtroendet för inflationsmålet. Vi kommer att få inflationsutfallen för oktober och november före mötet i december. Vår prognos är att KPIF-inflationen stiger från 1,3 procent i september till 1,7 procent i november och att KPIF-inflationen exklusive energi stiger från 1,6 till 1,9 procent. Det är viktigt att inflationen verkligen stiger under de här månaderna för att förtroendet för inflationsmålet ska upprätthållas även efter en räntehöjning. Det är också viktigt att inflationsutvecklingen fram till mötet ger stöd för vår prognos att inflationen kommer att hålla sig nära målet under kommande år.

Den andra faktorn rör den svenska konjunkturutvecklingen. Ekonomin ställer nu om efter flera år med ovanligt hög tillväxt. Det är alltid svårt att bedöma en sådan omställning. Nu försvåras dessutom analysen av bristfällig information om utvecklingen på arbetsmarknaden. Vi ser inte en lågkonjunktur framför oss i vår prognos utan ett resursutnyttjande som är ganska normalt de kommande åren. Om den här bilden ändras de kommande månaderna och konjunkturutvecklingen då ser svagare ut blir en räntehöjning mindre lämplig.

Låt mig också säga några ord om planen att höja räntan till noll. Det är många som undrar varför vi planerar att höja räntan när konjunkturen försvagas samtidigt som inflationstrycket fortsätter att vara oroande svagt.

Jag vill understryka att jag inte ser något stort egenvärde i att komma bort från minusräntan. Däremot ser jag ett visst värde i att undvika de allra lägsta räntenivåerna. På grund av nominella stelheter uppstår vissa spänningar när styrräntan är låg. Dessutom kan man då inte räkna med ett normalt genomslag på ekonomin.

Det här såg vi en del tecken på när vi sänkte räntan till $-0,50$ procent. Jag bedömer att penningpolitiken då främst fick genomslag via växelkurskanalen medan ränte- och kreditkanalerna var försvagade. Mot den bakgrunden, i kombination med ett förbättrat förtroende för inflationsmålet, högre inflation och en växelkurs som har blivit omotiverat svag, tycker jag att det är bra att vi förra året kunde höja styrräntan till $-0,25$ procent.

Med liknande argument tycker jag att det skulle finnas ett visst egenvärde i att kunna höja räntan från $-0,25$ procent till 0 i stället för att planera för en ränta på $-0,25$ procent under hela prognosperioden. Men argumenten är då betydligt svagare. När vi sänkte styrräntan till $-0,25$ procent blev genomslaget till utlåningsräntor bra, och vi har inte sett några betydande negativa sidoeffekter. Om det framöver uppstår ett behov av en mer expansiv penningpolitik än den vi nu planerar så kommer jag därför att stödja att styrräntan hålls kvar på eller sänks tillbaka till $-0,25$ procent. En räntesänkning från dagens nivå skulle jag däremot enbart överväga om växelkursen börjar bli övervärderad.

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom utkastet till ny penningpolitisk rapport, att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent och förslaget till ny reporäntebana.

Sedan septembermötet har den globala tillväxten fortsatt att bromsa in. Global tillväxt förutses för de kommande åren vara omkring historiskt normala nivåer, medan utsikterna den närmaste tiden grumlans av framförallt oklara framtida handelsrelationer. På globala räntemarknader kan man observera en viss stabilisering jämfört med nedgångarna tidigare i år.

Svensk ekonomi har haft flera år med god tillväxt och högt resursutnyttjande. Den avmattning som Riksbanken länge prognostiserat håller på att materialiseras. Och jämför vi dagens prognoser med prognoserna för ett år sedan så sker avmattningen snabbare än väntat.

Både internationellt och i Sverige är det industrin som sänker sin produktion och sina framtidsplaner allra tydligast. Men stora delar av ekonomin går in mot avmattningen på ett mer kontrollerat och gradvis sätt. Tjänstesektorn har inte redovisat samma tapp internationellt som industrisektorn. För hushållen i USA och euroområdet råder alltså den lägsta arbetslösheten på många år. Den inhemska efterfrågan fungerar därmed så här långt som en krockkudde när industrin har att förhålla sig till bland annat osäkra handelsvillkor mellan USA och Kina och de kedjereaktioner den osäkerheten för med sig.

I Sverige har arbetslösheten börjat stiga, vilket också Riksbanken prognostiserat i linje med att avmattningsfasen har inletts. Efter Statistiska centralbyråns besked om kvalitetsbrister i delar av Arbetskraftsundersökningarna tillbaka till 2018 är det svårt att veta om arbetslöshetsuppgången följer tidigare prognos eller om den stiger snabbare. En viss upprevidering av arbetslösheten finner jag ändå rimlig eftersom avmattningen kommit tidigare än väntat.

Sedan septembermötet har två inflationsutfall publicerats, för månaderna augusti och september. Augustiutfallet med en KPIF på 1,3 procent var visserligen svagare än väntat, men avvikelsen var inte större än att den låg i nivå med vad Riksbanken hade prognostiserat vid julimötet. I september låg KPIF kvar på 1,3 procent, vilket var i linje med Riksbankens prognos i den penningpolitiska rapporten i september. Medianen för underliggande inflation gick ned till 1,7 procent i augusti men vände sedan upp till 1,8 procent i september.

Sammantaget bedömer jag utsikterna för att hålla inflationen mätt som KPIF nära tvåprocentmålet som goda för prognosperioden de kommande tre åren.

Givet min övergripande bild av det ekonomiska läget, som är i linje med den penningpolitiska rapporten, övergår jag till min penningpolitiska bedömning. För att beskriva den kommer jag nu

att jämföra de utsikter Riksbanken såg framför sig för ett år sedan vid oktobermötet 2018 och de utsikter som nu föreligger. Vid oktobermötet 2018 prognostiserade Riksbanken att de kommande tre åren skulle präglas av en konjunkturalnormal avmattning och att de olika måtten på gap, alltså faktisk produktionsnivå visavi potentiell produktionsnivå, skulle förbli positiva under prognosperioden. För ett år sedan bedömdes det vidare finnas utrymme att göra gradvisa räntehöjningar och samtidigt ha en inflation ungefär vid målet. Vid oktobermötet 2018 prognostiserade direktionen en första räntehöjning antingen i december eller februari, till $-0,25$ procent, och sammanlagt nära sju höjningar upp till $1,23$ procent det fjärde kvartalet 2021. Det vill säga, vi såg en mycket långsam ränteuppgång framför oss, till en nivå som fortsatt skulle vara mycket låg i ett historiskt perspektiv.

En höjning blev det också som bekant, i december 2018 till $-0,25$ procent.

Därefter har de globala utsikterna försämrats och smittat av sig också på svenska utsikter. Den period med fortsatt positiva gap kommer inte att sträcka sig över hela prognosperioden utan gapen ser ut att stängas redan det kommande året. Således har den penningpolitiska planen behövt revideras, vilket direktionen har gjort under det här året. Sannolikheten för ytterligare räntehöjningar under prognosperioden har minskats och nu är bedömningen att endast en räntehöjning till kommer att ske under prognosperioden, och att den mest sannolikt sker i december. Att styrräntan därefter prognostiseras ligga stilla betyder att vi går in i ett vänta- och se-läge. Efterhand som osäkerheter löses upp kan ränteförändringar aktualiseras, men just nu ser det ungefär lika sannolikt ut att det blir sänkningar som höjningar.

En motiverad fråga är om det är lämpligt att höja räntan över huvud taget, med tanke på tydliga signaler på avmattning och med fortsatt stor osäkerhet om omvärldsekonomin. Det är egentligen samma avvägning som uppstår varje gång penningpolitiska beslutsfattare har när man närmar sig slutet på en höjningsfas och behöver avvakta utvecklingen. Denna gång har vi emellertid skillnaden att höjningsfasen blev synnerligen kort och att styrräntan kommer att hållas historiskt låg under flera år.

Jag ser inte ett egenvärde i att komma bort från det faktum att det råder minusränta i Riksbankens styrräntesystem. För även om styrräntan kommer upp till noll procent som prognostiserat kommer en lång rad marknadsräntor på obligationer förbli negativa och det samma gäller för en del andra räntebärande produkter. Men eftersom det mesta tyder på att styrräntan kommer behöva ligga still under lång tid, och att låga räntor under lång tid bygger finansiella sårbarheter, ser jag hellre en något högre styrränta än lägre, under förutsättningen att inflationsmålsuppfyllelsen inte äventyras.

Det finns också andra räntebanor som skulle kunna vara förenliga med en fortsatt måluppfyllelse. Ett alternativ hade varit att skjuta på nästa höjning ytterligare framåt i tiden. Jag ser dock den aktuella föreslagna banan som mest tilltalande.

Med den räntebana som finns i utkastet till penningpolitisk rapport ger direktionen nämligen en tydlig information till ekonomins aktörer att med nuvarande utsikter är det endast aktuellt med en ytterligare räntehöjning för att värna en fortsatt tillfredsställande uppfyllelse av inflationsmålet, istället för att hålla flera höjningar sannolika i en mer avlägsen framtid.

Prognosen anger att svensk ekonomi är i avmattning, (det vill säga faktisk BNP är högre än sin potentiella nivå men växer långsammare) och det är inte en lågkonjunktur. Därmed finns inte heller behov av penningpolitiska lättnader från nuvarande läge med en redan mycket expansiv penningpolitik. Svensk ekonomi har inte de svårigheter som motiverat ECB till lättnader för euroområdet. Euroområdet har över tiden uppvisat svagare tillväxt än Sverige och dess banksystem uppvisar svagheter som motiverat ECB till ett antal likviditetsstödande åtgärder. Inte heller är den senaste tidens penningpolitiska lättnader i USA ett skäl för omläggning i Sverige. USA har haft en historiskt lång expansionsfas och nått mer normala nivåer för sin styrränta innan den första sänkningen gjordes tidigare i år, medan svensk penningpolitik alltså är kraftigt expansiv.

Att prognosen anger oförändrad ränta under stor del av de kommande tre åren anser jag inte ska tolkas som att denna nivå, noll procent, är ett golv eller tak för styrräntan. Vid varje penningpolitiskt möte prövas styrränteprognosen mot de aktuella inflations- och konjunkturutsikterna och anpassas så att styrränteprognosen speglar en välavvägd penningpolitik. Om utsikterna skulle försämrats så att ytterligare penningpolitiska lättnader blir aktuella för att värna förtroendet för inflationsmålet bedömer jag att den uppsättning verktyg som direktionen redovisat i tidigare penningpolitiska rapporter fortfarande är verkningsfulla.

Avslutningsvis vill jag säga att det är den samlade ekonomiska politiken som utövar inflytande över ekonomins utbuds- och efterfrågeförhållanden. Med risken för sämre konjunktur internationellt finns risken för ett sämre förlopp också i Sverige. Att det finns verkansförmåga i en ny potentiell fas av penningpolitisk expansion betyder inte att det är den bästa medicinen. De problem som världsekonomin brottas med idag är i hög grad strukturella och kan inte enbart avhjälpas med penningpolitik, utan möjligen tillfälligt lindras. Blir protektionism i utrikeshandeln ett mer varaktigt tillstånd finns det andra verktyg bredvid penningpolitiken som behöver användas för att förbättra tillväxt- och inflationsutsikterna.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på –0,25 procent. Jag ställer mig också bakom den reporäntebana som visar på en hög sannolikhet för en höjning av reporäntan mot slutet av detta år men därefter är horisontell ett par år framåt.

Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms bli 1,9 procent 2019 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Prognosen är något nedreviderad jämfört med den penningpolitiska rapporten i september. För 2020 är prognosen 1,8 procent och för 2021 är den 2,0 procent.

Den KIX-vägda inflationen bedöms enligt utkastet till penningpolitisk rapport bli 1,8 procent under 2019. Prognosen är oförändrad sedan den föregående penningpolitiska rapporten. Prognosen för 2020 är 1,8 procent, vilket är en liten nedrevidering medan prognosen för 2021 är oförändrad på 2,0 procent.

Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden vara 0,1 procent under 2019. För 2020 och 2021 är prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport att den sammanvägda styrräntan i omvärlden kommer att uppgå till 0,0 procent. För alla tre åren är prognoserna oförändrade jämfört med den penningpolitiska rapporten i september.

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i september låg den årliga ökningstakten för KPIF på 1,3 procent. Det var förväntat att inflationstakten temporärt skulle falla under de gångna månaderna. Samtidigt har KPIF-inflationen varit kring inflationsmålet en längre tid. De två mått på underliggande inflation som i en riksbanksstudie visat sig ha de bästa egenskaperna låg i september på 1,8 procent respektive 2,0 procent.¹ Jag noterar också att det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen ligger nära 2 procent. Måluppfyllelsen är fortfarande god! Även om inflationsförväntningarna sjunkit en del i de senaste mätningarna anser jag att de fortsatt är väl förankrade.

Nyligen meddelade SCB:s Arbetskraftsundersökningar (AKU) i ett pressmeddelande att rapporterade data i AKU-undersökningarna är felaktiga med början från juni 2018. Detta är mycket allvarligt! I många fall finns det inga alternativ till den statistik som produceras av SCB. Vad gäller arbetslöshet finns det dock annan tillförlitlig statistik att tillgå, nämligen den från Arbetsförmedlingen. Fram till dess att AKU har rättat de aktuella felen kommer jag inte använda

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

AKU-siffror från juni 2018 och framåt i mina bedömningar. Istället kommer jag att utgå från Arbetsförmedlingens statistik.

Enligt den senaste statistiken från Arbetsförmedlingen låg arbetslösheten bland inskrivna arbetslösa i september på 7,0 procent, ej säsongrensat. Det är något högre än motsvarande månad ett år tidigare då arbetslösheten låg på 6,9 procent. De penningpolitiska rapporterna har under lång tid prognostiserat att arbetslösheten skulle bottna. Nu har det skett. Detta är ingen överraskning utan förväntat. För inrikes födda låg arbetslösheten i september på 3,8 procent att jämföra med 3,6 procent ett år tidigare. Motsvarande siffror för utrikes födda var 19,3 procent i september i år ner från 20,2 procent ett år tidigare.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I september 2019 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 2,9 procent. Det är högre än samma månad ett år tidigare då andelen låg på 2,6 procent. Även mätt så här har arbetslösheten bottnat.

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

Redan innan finanskrisen bröt ut med full kraft i slutet av 2008 började andelen varaktiga varor i hushållens konsumtion i Sverige sjunka. En låg och sjunkande andel varaktiga varor i konsumtionen kan tolkas som att hushållen har negativa förväntningar om framtiden. Fjärde kvartalet 2008 hade andelen varaktiga varor sjunkit med två procentenheter jämfört med samma kvartal ett år tidigare. Något motsvarande ser vi inte idag. Visserligen är andelen varaktiga varor i hushållens konsumtion något lägre under 2019 än under föregående år men nedgången är marginell.

Med dessa resonemang som bakgrund går jag nu över till mina penningpolitiska överväganden: Min utgångspunkt är att penningpolitiken inte kan få styras av att inflationen enstaka månader varierar några tiondelar hit eller dit kring 2 procent. Nu har inflationen under en längre tid varit kring målet på 2 procent såväl i utfall som i förväntningar. Detta var i december 2018 de avgörande argumenten för mig för att det var tid att börja höja reporäntan.

I december 2018 sa Riksbankens direktion också att den följande höjningen skulle komma under andra halvåret 2019 något som upprepades vid februarimötet i år. Vid det penningpolitiska mötet i april i år sas att den följande höjningen skulle komma i slutet av 2019 eller i början av 2020. Detta upprepades vid juli- och septembermötet.

Den frågan jag ställer mig är om det finns skäl nog att ändra den plan som har funnits sedan nära nog ett år tillbaka. Utkastet till penningpolitisk rapport prognostiserar en inbromsning i både Sverige och internationellt. Men detta har varit inkorporerat i prognoserna sedan en tid tillbaka. Vändningen för arbetslösheten var också väntad. Och osäkerheter som handelskrig, Storbritanniens utträde ur EU, etc. är inga nyheter. Det kommer alltid, vid varje penningpolitiskt möte, finnas företeelser som ger upphov till osäkerhet. Jag kan inte tänka mig en situation då framtiden i alla avseenden är säker. Osäkerhet är något som ekonomisk politik alltid behöver leva med.

Min slutsats är att jag anser att det vid detta penningpolitiska möte är lämpligt att lämna reporäntan oförändrad. Jag anser vidare att det på kort sikt är lämpligt att hålla fast vid att det är mycket sannolikt att nästa räntehöjning kommer i slutet av året. Den svenska ekonomin har visat fortsatt på en hög aktivitet och högre aktivitet än i exempelvis euroområdet. Inflationen är på målet. I Sverige kan vi föra en egen penningpolitik, i nuläget finns det goda skäl att utnyttja denna möjlighet.

Samtidigt går det inte att komma ifrån att det på lite längre sikt finns anledning att inte gå lika snabbt fram med kommande räntehöjningar. Därför stöder jag förslaget att efter en höjning hålla räntebanan horisontell ett par år framåt i tiden. Sammantaget innebär detta att den förväntade reala reporäntan om något år blir lägre än vad vi bedömde i septemberrapporten, detta framgår av diagram 1:8 i utkastet till penningpolitisk rapport.

När Riksbankens direktion i februari 2015 beslutade att sänka reporäntan till $-0,10$ procent var det en liten kvantitativ förändring men på samma gång en stor kvalitativ sådan. Penningpolitiken kom in i en minusvärld, en värld där den aldrig tidigare varit. Så här, snart fem år senare, måste man ändå säga att penningpolitiken har varit framgångsrik i den meningen att inflationen har varit tillbaka på målet i utfall och förväntningar ett par år nu.

Den fanns en oro för negativa sidoeffekter vid inträdet i minusvärlden. Såvitt jag kan se har inget allvarligt inträffat ännu. Men vad som kan komma att ske om vi mer permanent kommer att befinna oss i minusvärlden vet vi inget om.

En sak vi vet är att minusvärlden inte har haft fullt genomslag för hushållen eftersom inlåningsräntorna för dem inte har passerat nollstrecket. Detta har, å ena sidan, inneburit att

penningpolitikens genomslag har varit mindre än i plusvärlden. Å andra sidan har det antagligen också inneburit att hushållen inte har blivit så upprörda över den förda penningpolitiken som de annars skulle ha varit.

Det må finnas ekonomer som anser att bara relativa storheter som realräntor har betydelse, men under mina många möten med människor runt om landet under de senaste åren har det stått mycket klart att de som inte är ekonomer tycker att det är underligt att räntor kan vara negativa. Min slutsats är att det är en god idé att inte ha negativa räntor om man inte nödvändigtvis behöver ha det.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Jag ställer mig också bakom den reporäntebana som visar på en hög sannolikhet för en höjning av reporäntan mot slutet av detta år men därefter är horisontell ett par år framåt. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan det penningpolitiska mötet i september har två nya utfall publicerats för inflationen och inflationsförväntningarna. Inflationsutfallen avser augusti och september. I augusti blev inflationen lägre än väntat men glädjande nog togs i stort sett hela överskattningen igen i september. För den månaden låg KPIF-inflationen exklusive energipriser, som kan ses som ett mått på den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten, lite över 1,6 procent, vilket var ungefär oförändrat jämfört med augusti. Med energipriserna inräknade var inflationen drygt 1,3 procent i både augusti och september. Sedan juni i år är skillnaden mellan KPIF-inflationen med och utan energipriser negativ, vilket har att göra med att både energipriserna bidrar mindre till prisutvecklingen och den mer underliggande inflationen är högre än tidigare.

Att den trendmässiga inflationstakten har ökat syns inte bara i KPIF-inflationen exklusive energipriser utan även i Riksbankens övriga mått på den underliggande inflationen. Genomsnittet för medianen för Riksbankens olika mått på underliggande inflation är hittills i år drygt 1,8 procent, att jämföra med 1,6 procent under fjolåret. I september låg medianen strax under 1,8 procent, vilket är i stort sett på samma nivå som vid det penningpolitiska mötet i september då beräkningen baserades på data till och med juli. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick i september till 1,8 respektive 2 procent.² Även dessa siffror är ungefär oförändrade jämfört med septembermötet.

² Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

De nya utfallen för inflationsförväntningarna, så som de mäts i Prosperas månads- och kvartalsvisa enkätundersökningar, utgörs av månadsundersökningen för oktober, som bara gäller penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsundersökningen för september, där bland annat också arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar ingår. Den övergripande bilden är att nedgången i förväntningarna fortsätter. Utvecklingen är än så länge inte dramatisk utan handlar mest om att de mer kortsiktiga inflationsförväntningarna faller. Och det är kanske inte så förvånande med tanke på att dessa brukar påverkas mycket av den aktuella inflationsutvecklingen, som ju nu har försvagats. Men det finns också fortsatt en viss trend nedåt i de långsiktiga, femåriga inflationsförväntningarna, vilket är mer oroande. Sett till nivåerna avviker förväntningarna på fem års sikt ännu inte på något alarmerande sätt från inflationsmålet – den lägsta siffran som är för penningmarknadens aktörer i oktoberundersökningen ligger fortfarande över 1,8 procent – men utvecklingstendensen är som sagt inte bra.³ Precis som i september drar jag slutsatsen att det gäller att följa den fortsatta utvecklingen av inflationsförväntningarna noga. Det viktigaste i det här sammanhanget är, så som jag ser det, att arbetsmarknadsorganisationernas mer långsiktiga inflationsförväntningar håller sig kvar nära 2 procent.

Utvecklingen av inflationen och inflationsförväntningarna sedan vårt möte i september ger en aktuell inflationsbild som inte har ändrats så mycket och jag därmed tycker att man alltså kan sammanfatta som ganska hygglig. KPIF-inflationen ligger nu en bra bit under inflationsmålet men det beror på att energipriserna som väntat bidrar mindre till prisutvecklingen.

Inflationsförväntningarna har fortsatt att leta sig nedåt men det handlar än så länge mest om ett fall i förväntningarna på kort sikt. Nedgången i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna är hittills inte särskilt stor. Att den mer underliggande inflationstakten är högre än KPIF-inflationen borde förhoppningsvis tala för att de långsiktiga förväntningarna inte sjunker så värst mycket ytterligare utan kan ligga kvar ganska nära 2 procent.

Jag går med detta över till att diskutera prognosen för inflationen. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i september är prognosrevideringarna som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport sammantaget ganska små. Det gäller såväl KPIF-inflationen som KPIF-inflationen exklusive energipriser. I rapportutkastet höjs prognosen marginellt på kort sikt men sänks i stället något på lite längre sikt. Den lite lägre inflationsbedömningen under den senare delen av prognosperioden hänger samman med något sämre konjunktutsikter för både omvärlden och Sverige, som i Sveriges fall också väntas leda till en viss försvagning på

³ Jag fokuserar här på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen är mycket låg.

arbetsmarknaden och i löneutvecklingen under kommande år. Under slutet av 2022 väntas KPIF-inflationen ligga stabilt på målet, vilket är lite senare än i bedömningen i september.

Det är viktigt att notera att det nu, på samma sätt som i den penningpolitiska rapporten i september, krävs ett antagande om en mer expansiv penningpolitik för att det ska gå att undvika en mer tydlig försämring av inflationsutsikterna. Förslaget i rapportutkastet är den här gången att justera ned reporäntebanan med 0,1 procentenheter i slutet av 2020, med 0,25 procentenheter i slutet av 2021 och med 0,3 procentenheter i slutet av prognosperioden.⁴ Precis som i september är dock räntebanan på kort sikt, fram till sommaren nästa år, mer eller mindre oförändrad och fortsätter att indikera en räntehöjning till noll procent, mest sannolikt på det penningpolitiska mötet i december.

Jag ställer mig bakom makroprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Förslaget i rapportutkastet att även denna gång sänka reporäntebanan ställer jag mig också bakom. Med den nya bedömningen av reporäntan i slutet av prognosperioden förutses ungefär en och en halv räntehöjningar totalt sett under de kommande dryga tre åren. Det innebär sammantaget en mycket försiktig utformning av penningpolitiken som jag uppfattar som välavvägt i det här läget. Att räntan mot slutet av prognosperioden stiger lite grann så att det framgår att vi i alla fall på sikt tror att reporäntan kommer att vara positiv tycker jag är fullt rimligt. Samtidigt noterar jag och delar synen i utkastet till penningpolitisk rapport att det, när räntan väl höjts till noll procent, är "svårt att idag säga när det är lämpligt att höja reporäntan nästa gång".

Detta sagt fortsätter jag att ha väldigt svårt för idén att nästa höjning av reporäntan ska ske redan kring årsskiftet, mest sannolikt på vårt nästa möte i december. Skälen till detta är i stort sett desamma som jag anförde i september. I närtid spås inflationen ligga kvar under inflationsmålet – genomsnittet för KPIF-inflationen under resten av innevarande år är drygt 1,7 procent och under 2020 knappt 1,8 procent. Faktum är att jag även skulle vara tveksam till en räntehöjning kring årsskiftet om inflationen i närtid blev lite högre än vår prognos och kanske under en tid till och med skulle skjuta över målet. Det hänger samman med att det i så fall rimligen skulle handla om en mycket tillfällig effekt. Några omständigheter som skulle leda till en inflation som mer varaktigt överskjuter målet går i dagsläget helt enkelt inte att identifiera, i alla fall kan inte jag göra det.

Till bilden hör också att en höjning av räntan inom kort i det här läget knappast kan förväntas öka sannolikheten för att den nedåtgående trenden i inflationsförväntningarna vänder. Det bekymrar mig ganska mycket eftersom vi är så beroende av att arbetsmarknadsorganisationerna betingar sina kommande avtalsförhandlingar på att Riksbanken klarar sitt inflationsmål. Jag fortsätter

⁴ Detta avser tredje kvartalet 2022, som var prognosperiodens sista kvartal i den penningpolitiska rapporten i september.

också att oroa mig för konsekvenserna av att både Fed och ECB ökar sina penningpolitiska stimulanser medan vi i Sverige, om den aviserade räntehöjningen genomförs, går åt motsatt håll. Vi vet att marknaden kan ändra sina förväntningar mycket och snabbt, och detta kan få stora effekter på framåtblickande finansiella priser, till exempel växelkurser.

Precis som i september föredrar jag mot den här bakgrunden en reporäntebana som inte förutsätter att räntan höjs redan kring årsskiftet utan i stället utgår från att nästa höjning sker en bit in på prognosperioden, när förhoppningsvis i alla fall vissa av de risker och farhågor jag har tagit upp inte längre är så akuta. Jag väljer dock även den här gången att inte formellt reservera mig mot penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport. Att jag inte gör det hänger, som jag hoppas har framgått, samman med att jag tycker att räntebanans grundläggande utformning och slutpunkt är rimlig, och att det hela därför reduceras till en tajmingfråga. Som jag betonade redan på vårt förra möte kommer till detta att det ännu inte rör sig om något skarpt beslut utan handlar om en prognos.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag ställer mig bakom de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer förslaget att låta reporäntan ligga kvar på $-0,25$ procent. Jag stödjer också den föreslagna prognosen för reporäntan. Den prognosen innebär att den penningpolitiska planen ligger fast på kort sikt, med en räntehöjning mest sannolikt i december. Men prognosen innebär att reporäntan därefter ligger still under en betydande period, vilket är en tydlig nedrevidering jämfört med när vi diskuterade penningpolitiken i september. Samtidigt fortsätter obligationsköpen enligt plan.

Låt mig reflektera över den här penningpolitiken. Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi är det naturligt att börja med utvecklingen i omvärlden. BNP-tillväxten, vägd med KIX, uppvisade en topp kring 3 procent under 2017 och har därefter avtagit. Vi bedömer att tillväxten håller sig kring 2 procent såväl i år som de följande tre åren. Det innebär ingen lågkonjunktur, utan en inbromsning i tillväxttakten till strax under det historiska genomsnittet. Skillnaderna mellan USA och euroområdet gäller både tillväxt och inflation. För Sveriges del är utvecklingen i euroområdet särskilt betydelsefull, eftersom en så stor del av vår utrikeshandel sker med länder i den regionen. Trots de stora förbättringarna på arbetsmarknaden under senare år – exempelvis är arbetslösheten i Tyskland rekordlåg och omkring 3 procent – har inflationen i euroområdet haft påfallande svårt att börja stiga. Vår bedömning är att inflationen letar sig upp mot en nivå strax under 2 procent i slutet av prognosperioden. Inflationsuppgången understöds av ECB:s expansiva penningpolitik. I USA är också arbetsmarknaden stark och arbetslösheten på sin lägsta nivå på 50 år. Där är inflationsutvecklingen starkare än i euroområdet och väntas så förbli de kommande

åren. I KIX-vägda termer väntas inflationen stiga från en nivå strax under till en nivå strax över 2 procent fram till 2022. Det är en viktig förutsättning för den svenska penningpolitiken.

Men vi har fått vänja oss vid ett antal orosmoment kring den globala konjunkturen under senare år; det gäller handelskonflikten mellan USA och Kina, osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU samt i viss mån den politiska situationen i Italien. Handelskonflikten mellan USA och Kina sätter redan käppar i hjulen på flera håll, inte minst inom tillverkningsindustrin, där vi observerar ett sviktande förtroende, en dämpad produktion och diskussioner om ändrade geografiska tillverkningsflöden. Storbritanniens långdragna utträdesprocess ur EU skapar osäkerhet som påverkar den ekonomiska aktiviteten negativt och situationen i Italien kvarstår som ett frågetecken. För att sammanfatta, trots politisk osäkerhet som skapar nedåtrisker ser omvärldsutsikterna hyggliga ut. Även inflationen väntas ligga kring 2 procent, understödd av en stark arbetsmarknad och en expansiv penningpolitik.

Här hemma ser vi i likhet med omvärlden en avmattning snarare än en lågkonjunktur framför oss. Det är lätt att glömma att vår bedömning är att vi går från ett antal år med ett högre än normalt resursutnyttjande till ett normalt sådant. I förhållande till septemberbedömningen tror vi att denna anpassning sker något snabbare eftersom konjunkturen bromsar in. Vår prognos innebär att BNP-tillväxten i år och nästa år blir lägre än historiskt normalt – strax över 1 procent. 2022 hamnar BNP-tillväxten strax under 2 procent. På den svenska arbetsmarknaden har vi ett antal starka år bakom oss. En uppgång i arbetslösheten har legat i korten i spåren av inbromsningen i BNP-tillväxten, samtidigt som arbetslösheten bottnade på en lägre nivå än vi tidigare förutspått, och vi ser framför oss att arbetslösheten fortsätter att stiga något framöver. Hur hög arbetslösheten är för närvarande går inte att säga, eftersom SCB har meddelat att AKU har kvalitetsbrister. Oberoende av statistikbekymren har vi sedan en tid tillbaka gjort bedömningen att arbetslösheten långsamt kommer att öka efter en period med en synnerligen god ekonomisk utveckling.

Inflationsutsikterna i Sverige är i det korta perspektivet ganska oförändrade jämfört med i september. Det senaste månadsutfallet har varit i linje med vår tidigare prognos och vi har räknat med att KPIF-inflationen skulle sjunka när de tidigare stora prisökningarna på energi faller ur jämförelsetalen. Mätt med KPIF exklusive energi är inflationen 1,6 procent och andra mått på den underliggande inflationen tyder sammantaget på en nivå strax under 2 procent. Kronan har utvecklats oväntat svagt. Vi ser nu tydliga spår av den svaga kronan i importpriserna på konsumtionsvaror i producentledet. Även det inhemska kostnadstrycket är relativt högt. Trots låga löneökningar har arbetskostnaderna per producerad enhet ökat snabbt under fjolåret, vilket förklaras av den påfallande svaga produktivitet utvecklingen.

Hur ser då inflationsbedömningen ut i det lite längre perspektivet? När det gäller det inhemska kostnadstrycket bedömer vi att arbetskostnaderna per producerad enhet kommer att ha en ökningstakt strax under det historiska genomsnittet de kommande åren. Den prognosen innebär en försiktig bedömning om att både lönerna och produktiveten ökar lite snabbare framöver. Trots att kronan väntas förstärkas kommer den i ett historiskt perspektiv ändå vara på en svag nivå under de kommande åren. I förhållande till den penningpolitiska rapporten i september har inflationsprognosen reviderats ned något för den senare delen av prognosperioden. Ett lite svagare inhemskt kostnadstryck vägs till en del upp av att kronan förväntas vara svagare. Till detta kommer ett antal osäkerhetsfaktorer när det gäller inflationsprognosen. Kronan är som vanligt svår att prognostisera. Den kan bli både svagare och starkare än vår prognos, men överlag har den som bekant blivit påtagligt svagare än våra prognoser de senaste åren. Sambandet mellan växelkursen och inflationen är också komplicerat och höjer osäkerheten. Det inhemska kostnadstrycket är också svårt att prognostisera; osäkerheten kommer från såväl lönerna som produktiviteten. Sammantaget är prognosförändringarna små.

Mot bakgrund av det jag redogjort för tycker jag att det är rimligt att bibehålla den penningpolitiska planen på kort sikt, och mest sannolikt höja räntan vid nästa möte i december. Å ena sidan har vi hela tiden räknat med att perioden med minusränta och stora statsobligationsköp skulle vara en temporär åtgärd för att återföra inflationen till målet och det har vi lyckats med samtidigt som den allmänna ekonomiska utvecklingen varit mycket god. Å andra sidan kan vi förvänta oss globalt låga räntor länge än och jag har svårt att se ett motiv för att nu indikera att räntan kommer att höjas ytterligare i närtid. I ett lite längre tidsperspektiv tycker jag att två huvudfaktorer talar för att bedriva en mer expansiv penningpolitik än vad vi beslutade om senast. För det första tycker jag att argumenten har stärkts för att det kommer att krävas en fortsatt expansiv penningpolitik för att inflationen ska hålla sig kring 2 procent under hela prognosperioden. Det gäller såväl internationellt som i Sverige. För det andra menar jag att den sammantagna riskbilden tydligare än tidigare talar för att gå försiktigt fram i penningpolitiken. Jag tycker sammantaget att den reporänteprognos som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten är en lagom avvägning där reporäntan förväntas ligga still en längre period efter den förväntade höjningen.

För att sätta saker i perspektiv: Även om en höjning av reporäntan förväntas ske i närtid är penningpolitiken påtagligt expansiv. Den reala reporäntan håller sig kring -2 procent under de kommande åren och det är svårt att uttala sig om när den globala realräntan börjar stiga. I mitt tal tidigare i år i Nationalekonomiska föreningen diskuterade jag den långsiktiga realräntan, alltså den reala räntenivå som förväntas råda när inflationen är vid målet och resursutnyttjandet är

normalt. Och den har sjunkit påtagligt under de senaste decennierna.⁵ Uppskattningarna som jag visar i talet tyder på att den långsiktiga realräntan i Sverige är negativ, kanske kring –1 procent. Prognosen i diagram 1:7 är alltså resultatet av en kombination av en låg långsiktig realränta, som till stora delar bestäms utanför Sverige, och ett behov av en expansiv penningpolitik för att hålla inflationen vid vårt mål. Att under överskådlig tid hålla räntan på noll samtidigt som vi i princip rullar vårt innehav av statsobligationer ger oss goda möjligheter att hantera framtida inflations- och konjunktursvängningar när de globala ränte-, konjunktur-, och inflationsutsikterna klarnat. I det här sammanhanget är det viktigt att lyfta fram att vi måste vara beredda att ompröva penningpolitiken framöver om de ekonomiska utsikterna förändras. Det gäller såväl räntans nivå som hur vi väljer att använda vår balansräkning. Vårt beslut idag ger oss ett sådant handlingsutrymme.

Låt mig avslutningsvis än en gång notera att problemen på den svenska bostadsmarknaden utgör en risk såväl när det gäller finansiell stabilitet som den allmänna ekonomiska utvecklingen. Jag har utvecklat den synen många gånger tidigare och går inte idag ytterligare in på detaljer här.⁶

⁵ Se ”Långsiktiga trender – viktiga pusselbitar i den penningpolitiska analysen”, anförande vid Nationalekonomiska föreningen, publicerat den 7 maj.

⁶ Se exempelvis anförandet ”Bostadsmarknadens utmaningar – att väga idag mot imorgon”, Business Arena, september 2019.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 30 oktober 2019.
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A.
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 24 oktober 2019 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde tisdagen den 5 november 2019 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

Justeras:

Stefan Ingves

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