



Penningpolitiskt protokoll

December 2019

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 18 december 2019 beslutade Riksbankens direktion att höja reporäntan från -0,25 procent till noll procent.

Sedan det penningpolitiska beslutet i oktober har den ekonomiska utvecklingen både globalt och i Sverige varit i linje med Riksbankens prognos. Liksom omvärlden har svensk ekonomi gått in i en fas med lägre tillväxttakt. Osäkerheten kring den internationella utvecklingen är fortsatt stor men riskerna verkar enligt flera ledamöter ha minskat något den senaste tiden. Flera ledamöter betonade att den avmattning som nu sker i svensk ekonomi innebär att vi går från en aktivitetsnivå som varit högre än normalt till ett mer normalt konjunkturläge.

Inflationen – som legat nära inflationsmålet på 2 procent under en längre tid – har de senaste månaderna också utvecklats som Riksbanken förväntade sig. Resursutnyttjandet väntas även fortsatt vara ganska normalt samtidigt som inflationsutsikterna sammantaget är oförändrade, vilket innebär att förutsättningarna för en inflation nära målet fortsätter att vara goda. En majoritet av ledamöterna bedömde därför att det var lämpligt att, i linje med prognosen från oktober, nu höja reporäntan från -0,25 procent till noll procent.

Som ett svar på en svagare konjunktur har Riksbanken under året successivt sänkt prognosen för hur mycket räntan kommer att höjas de kommande åren, vilket flera ledamöter påpekade. På längre sikt är det troligt att räntan är högre än noll. Men givet det låga ränteläget i världen och den osäkerhet som finns kring konjunktur- och inflationsutvecklingen, är det enligt direktionen svårt att nu avgöra när det är lämpligt att höja räntan nästa gång. Med en reporänta på noll procent de kommande åren och Riksbankens omfattande köp av statsobligationer är penningpolitiken fortsatt mycket expansiv.

Flera ledamöter resonerade kring perioden med negativ styrränta. Man konstaterade att den varit ett viktigt skäl till att konjunkturen varit så stark de senaste åren och till att inflationen kommit tillbaka till målet. Men man menade också att det behövs mer analys kring vilka effekterna kan bli om negativa räntor upplevs som mer permanenta. Givet det låga ränteläget i omvärlden går det inte att utesluta att reporäntan även i framtiden periodvis kan komma att bli negativ, menade man. Penningpolitiken anpassas som alltid om förutsättningarna förändras.

Två ledamöter reserverade sig mot beslutet att nu höja räntan och argumenterade för att detta istället borde ske en bit in på prognosperioden.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 6

DATUM: 2019-12-18
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
Cecilia Skingsley
Anna Breman
Martin Flodén
Per Jansson
Henry Ohlsson

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

Vesna Corbo
Hans Dellmo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Anders Gånge
Jesper Hansson
Maria Hesselman
Jens Iversen
Kristian Jönsson
Maria Kindborg
Henrik Lundvall
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Åsa Olli Segendorf
Bengt Petersson
Maria Sjödin
Anders Vredin
Fredrik Wallin (§ 1-3a)
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3a)

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

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Ingrid Wallin Johansson, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Ett antal frågeställningar har präglat marknaderna under hösten och dessa teman är också de som fortsatt haft stor påverkan sedan oktobermötet. Det handlar om handelskonflikter, främst mellan USA och Kina, det brittiska valet och förutsättningarna för Storbritanniens utträde ur EU, konjunkturutsikterna och den penningpolitiska responsen, samt utvecklingen på penningmarknader. I två av dessa frågor bedömer marknadsaktörer att osäkerheten minskat något då det finns tecken på att sannolikheten ökat för ett handelsavtal mellan USA och Kina och då det tydliga utfallet i det brittiska valet indikerar att risken minskat för att Storbritannien lämnar EU utan ett avtal.

Mot bakgrund av detta har statsobligationsräntor stigit något i bland annat Tyskland och USA i takt med en ökad riskaptit och aktiekurser har stigit överlag. Både den europeiska centralbanken (ECB) och den amerikanska centralbanken (Federal Reserve) har de senaste veckorna lämnat penningpolitiska besked och marknaden förväntar sig nu en inte fullt lika expansiv framtida penningpolitik som man gjorde tidigare under hösten.

Federal Reserve har aviserat att man ska köpa statskuldsväxlar för att på så sätt öka utestående centralbanksreserver i systemet. Man har sedan mitten av oktober köpt statskuldsväxlar för 60 miljarder dollar per månad. Dessutom har Federal Reserve tillfört likviditet genom att erbjuda repor till penningpolitiska motparter. De repor som Federal Reserve har erbjudit över årsskiftet har mött stor efterfrågan. Centralbanken kommer att ha nästan 500 miljarder dollar utestående i repor över årsskiftet för att förhindra att den turbulens som uppstod på penningmarknaderna i september i USA upprepas.

Även i euroområdet har penningmarknaderna varit i fokus. I slutet av oktober trädde ECB:s skiktade inlåningsräntor i kraft. Detta innebär att banksektorn får placera en viss del av sitt sammanlagda överskott till en mer förmånlig ränta hos ECB. Data tyder på att det har skett en utjämning av överskottslikviditeten mellan olika banker inom euroområdet i kölvattnet av detta. Det mesta av denna omfördelning ser ut att ha skett via repomarknaden, vilket bland annat avspeglats i en uppgång av reporäntor där underliggande säkerhet är italienska statspapper.

Vad gäller den svenska penningpolitiken så förväntar sig marknadsaktörer i hög grad att direktionen i dag beslutar att höja reporäntan till noll procent. Marknaden har uppfattat den penningpolitiska kommunikationen som tydlig i den riktningen. Förväntningsbilden bland marknadsaktörer är dessutom ovanligt enig. Terminsräntemarknaden prissätter en höjning i

princip fullt ut och analytikerkåren är samstämmig. Även enkäter för marknadsaktörer indikerar detsamma. Såväl terminsprisättning som analytikerprognoser och enkätsvar indikerar dessutom att reporäntan efter dagens beslut ligger still på noll procent under en utdragen period, i linje med Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i oktober.

Vad gäller den svenska kronan så har den stärkts under det fjärde kvartalet. Mot dollarn är förstärkningen knappt 6 procent och mot euron drygt 4 procent sedan kronan var som svagast den första halvan av oktober. I handelsvägda KIX-termer är kronan omkring 4 procent starkare. Ett mer riskvilligt marknadssentiment och tilltagande förväntningar om en räntehöjning har sannolikt bidragit till att stärka kronan.

Mot bakgrund av Ingrid Wallin Johanssons presentation noterade Riksbankschef Stefan Ingves att Riksbanken också genomfört åtgärder för att öka mängden likviditet i banksystemet över årsskiftet.

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 4 och 9 december. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett möte med direktionen den 12 december.

Hansson inledde med att redogöra för de frågor som diskuterats särskilt ingående under beredningen. En fråga har varit den osäkerhet som råder om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden. Hansson konstaterade att riskerna för en sämre omvärldsutveckling i närtid bedöms ha minskat något efter det tydliga brittiska valresultatet och efter vissa framsteg i förhandlingarna mellan USA och Kina om ländernas framtida handelsrelationer. Men det återstår ett omfattande arbete att förhandla om Storbritanniens framtida handelsrelationer med EU och osäkerhet kvarstår också avseende flera viktiga frågor som rör det framtida ekonomiska utbytet mellan USA och Kina. Den sammantagna riskbilden för den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har därför inte ändrats på något avgörande sätt sedan det penningpolitiska mötet i oktober.

En ytterligare fråga har gällt eventuella sidoeffekter av den expansiva penningpolitiken och Hansson berörde då bland annat resultaten från Riksbankens senaste Finansmarknadsenkät, som publicerades i början av december. Undersökningen visar att det under hösten, jämfört med resultaten från vårens enkät, både var en lägre andel av respondenterna som ansåg att räntemarknaden fungerar bra och en lägre andel som anser att räntemarknaden fungerar dåligt.

Andelen respondenter som varken menar att marknaden fungerar bra eller dåligt har ökat påtagligt. Hansson uppmärksammade även det faktum att det utomlands tycks vara ett ökande antal banker och finansinstitut som avser att sätta en negativ ränta på inlåning från hushåll. I nuläget finns inga tecken på att liknande åtgärder förbereds i Sverige, men en sådan utveckling kan naturligtvis inte uteslutas om Riksbankens styrränta fortsätter att vara negativ.

I USA och euroområdet visar inköpschefsindex för industrin och tjänstbranscherna på en stabilisering i förtroendet för den ekonomiska utvecklingen, även om den uppmätta nivån för industrin alltjämt tyder på negativ tillväxt. BNP-tillväxten i omvärlden var under det tredje kvartalet något högre än väntat och prognosen för tillväxten i USA och euroområdet har reviderats upp litet grand. Konjunkturen i omvärlden dämpas men Riksbanken bedömer, liksom flera andra prognosmakare, att tillväxten de kommande åren kommer att vara hygglig. I flera länder i omvärlden är arbetslösheten jämförelsevis låg och den stabila utvecklingen på arbetsmarknaderna bidrar förmodligen till att hålla upp konsumentförtroendet. Hansson påpekade att revideringarna i omvärldsprognosen är små, jämfört med bedömningen från oktober.

När det gäller konjunkturutsikterna i Sverige har förtroendet överlag fortsatt att sjunka något, till skillnad från utvecklingen i omvärlden. Men samvariationen med de utländska förtroendeindikatorerna är hög och det är inte sannolikt att förtroendet faller mycket mer i Sverige om det stabiliseras i omvärlden. Månadsutfall för produktion och konsumtion till och med oktober visar att produktionen varit i stora drag oförändrad under året. Däremot indikerar de senaste utfallen för konsumtionen en vändning uppåt, efter den svaga utvecklingen sedan mitten av fjolåret.

På en fråga från direktionen gjorde Mattias Erlandsson, tillförordnad biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, en mycket kortfattad redogörelse för dagens utfall från Konjunkturbarometern. Erlandsson konstaterade att Konjunkturinstitutets barometerindikator sjönk något jämfört med utfallet från november.

Jesper Hansson fortsatte med att kommentera den reviderade statistik från Arbetskraftsundersökningen (AKU) som publicerades i mitten av november och som visar på en viss avmattning i tillväxten i sysselsättningen de senaste åren. Den reviderade statistiken har inte lett till någon förändring i den övergripande bedömningen av läget på arbetsmarknaden. Den allra senaste undersökningen visar på en uppgång i arbetslösheten i november, men detta förklaras av en stark uppgång i arbetskraftsdeltagandet och inte av en sjunkande sysselsättningsgrad. Att statistiken från AKU nu baseras på ett jämförelsevis litet urval innebär att osäkerheten i skattningarna har ökat, inte minst i månadsutfallen.

BNP-tillväxten i Sverige har varit svag under de senaste kvartalen. Men framöver väntas en förbättring i hushållens förtroende och en stabilisering i bostadsinvesteringarna, och prognosen är därför att tillväxten stiger gradvis från mitten av nästa år. På längre sikt väntas tillväxten öka från nivåer strax över 1 procent i år och nästa år till en nivå strax under 2 procent mot prognosperiodens slut. Bedömningen baseras bland annat på ett antagande om att osäkerheten om tillväxtutsikterna i omvärlden dämpas framöver.

I november steg KPIF-inflationen till 1,7 procent, vilket var i linje med bedömningen från oktober, och inflationen väntas fortsätta stiga under de kommande månaderna. Kronans växelkurs har på senare tid utvecklats något starkare än förväntat, sannolikt till följd av att många aktörer på valutamarknaden upplever att osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har minskat. Prognosen innebär nu att kronans handelsviktade växelkurs blir något starkare, jämfört med bedömningen från oktober, och detta är också anledningen till att inflationsprognosen för 2020 och 2021 har skrivits ned litet grand. På längre sikt bedöms en stigande löneökningstakt och enhetsarbetskostnader som ökar med 2 procent per år bidra till att KPIF-inflationen stabiliseras nära inflationsmålet. Prognosen stöds av jämförelsevis höga prisplaner bland företagen inom handeln.

Hansson underströk avslutningsvis att det framlagda prognosförslaget bygger på den penningpolitik som vid dagens penningpolitiska möte förväntas samla en majoritet i direktionen. Antagandet är att reporäntan idag höjs med 0,25 procentenheter till noll procent och att reporäntebanan indikerar att reporäntan därefter lämnas oförändrad under en längre tid. Prognosen för reporäntan för de kommande åren är oförändrad jämfört med bedömningen från oktober. 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

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom förslaget till ny penningpolitisk rapport, förslaget att höja reporäntan till noll procent och förslaget till ny reporäntebana.

Efter flera år av god tillväxt fortsätter den globala konjunkturen att dämpas på ett sätt som har varit i linje med Riksbankens prognoser det senaste året. Dämpningen är tydligast inom industrin medan fortsatt stabila arbetsmarknader och låga räntor bidrar till att hålla uppe efterfrågan bland hushållen i omvärlden. Jag noterar att indikatorer som speglar företagens framtidstro

förefaller ha stabiliserats sedan oktobermötet. Osäkerheten om omvärldens konjunktur- och inflationsutsikter är fortsatt hög men jag bedömer att den, vad gäller utvecklingen de närmaste månaderna, har sjunkit något. Det tydliga brittiska valutslaget talar för ett mer kontrollerat brittiskt utträde ur EU och förutsättningarna har förbättrats för tydliga handelsvillkor mellan USA och Kina.

I Sverige har tillväxttakten växlat ned efter flera år av högt resursutnyttjande. Att svensk ekonomi växer i en långsammare takt innebär att ekonomin går från en aktivitetsnivå som varit högre än normalt mot ett mer normalt läge.

Inflationen mätt med KPIF har åter börja stiga efter den tidigare prognostiserade nedgången under året. De olika mått på underliggande inflation som Riksbanken använder sig av ligger sammantaget nära 2 procent. På det hela taget är bedömningarna av konjunktur- och inflationsutsikterna intakta jämfört med oktoberrapporten.

Jag övergår nu till att diskutera min penningpolitiska bedömning och jag vill ta avstamp i den situation som rådde i december 2018, när direktionen höjde räntan med 0,25 procentenheter. Detta var den första höjningen på sju år. För ett år sedan prognostiserade direktionen vidare att nästa höjning skulle ske under andra halvåret av 2019 och att reporäntan därefter skulle höjas ungefär 2 gånger per år. Med den takten, som innebar sammanlagt fem höjningar under tre år, skulle reporäntan ligga nära 1 procent i slutet av den treåriga prognosperioden.

Det vill säga, vi såg en långsam ränteuppgång framöver oss, till en nivå som fortsatt skulle vara mycket låg i ett historiskt perspektiv. Den penningpolitiska prognosen byggde på att resursutnyttjandet skulle förbli högre än normalt under hela prognosperioden. När vi nu snart lägger 2019 bakom oss kan vi konstatera att avmattningen har kommit tidigare än i prognosen från förra året. Fyra av de fem prognostiserade höjningarna för de kommande åren har därför tagits bort ur reporäntebanan och min bedömning är att endast en höjning är möjlig, givet nuvarande konjunktur- och inflationsutsikter. Att styrräntan efter dagens möte prognostiseras att ligga stilla betyder att vi är i ett vänta-och-se-läge. Efterhand som osäkerheter löses upp kan nya förändringar aktualiseras. Det är lika sannolikt att reporäntan stiger under de kommande åren som att den sjunker men mest sannolikt är att reporäntan förblir noll procent.

Med dagens beslut är Riksbankens viktigaste styrränta inte längre i minusterritoriet. När minusräntan introducerades 2015 prognostiserades att perioden med negativ ränta skulle vara i drygt ett år. I efterhand har det visat sig att det krävdes nästan fem år av negativ reporänta för att stödja efterfrågan i sådan omfattning att inflationen kunde återgå till 2-procentsmålet. Utöver detta har direktionen också beslutat om köp av statsobligationer och i november i år uppgick det sammanlagda nominella värdet av dessa köp till cirka 330 miljarder kronor, vilket motsvarar

ungefär 45 procent av den utestående skulden. En liknande penningpolitik förs också i en rad andra länder; en negativ styrränta förekommer till exempel i euroländerna, Danmark, Schweiz och Japan.

Min bedömning är att den förda politiken har varit nödvändig för att klara uppdraget att upprätthålla ett fast penningvärde, preciserat till ett inflationsmål vid 2 procent.

Jag ansluter mig till de som menar att styrräntans genomslag på ekonomin under åren med negativ styrränta i stort varit detsamma som när styrräntan sänkts i det positiva territoriet.

Men ett antagande har varit att negativa räntor har uppfattats som ett tillfälligt fenomen av ekonomins aktörer. Om negativa räntor skulle börja betraktas som ett mer permanent eller åtminstone återkommande tillstånd, då är det rimligt att ställa sig frågan om effekterna på samhälls ekonomin blir de samma som de vi har noterat de senaste åren. På detta område behövs mer analys. En naturlig fråga är om bankkunderna skulle börja agera annorlunda om inlåningsräntorna blev negativa.

Tills vidare är emellertid min bedömning att effekterna av negativa räntor är linjära, åtminstone till den nivå på $-0,5$ procent som reporäntan noterade under perioden 2016 till 2018.

Inför dagens möte förekommer en extern diskussion bland riksbanksdebattörer att en exit från den negativa räntan skulle vara ett viktigt skäl till räntehöjningen. Det är enligt min mening en missuppfattning och skälet är följande:

Sverige är en liten öppen ekonomi som har att leva med globala förhållanden. Med sjunkande globala realräntor får vi acceptera att nominella räntor i genomsnitt också blivit lägre. Det finns inga uppenbara tecken på att globala realräntor är på väg upp. Därför ser jag det som sannolikt att reporäntan återigen kan bli negativ, om konjunktur- och inflationsutsikterna tydligt försämrats.

Avslutningsvis vill jag säga att det är den samlade ekonomiska politiken som utövar inflytande över ekonomins utbuds- och efterfrågeförhållanden. Med risken för sämre internationell konjunktur 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 avhjälpas med enbart penningpolitik, utan möjligen tillfälligt lindras.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till noll procent. Jag ställer mig också bakom den räntebana som är horisontell ett par år framåt.

Jag börjar med att diskutera de internationella förutsättningarna. Den årliga tillväxten i omvärlden, sammanvägd med vikterna i KIX, bedöms under 2020 komma uppgå till 1,9 procent enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Prognosen är något uppreviderad sedan oktober månads penningpolitiska rapport. För 2021 är prognosen 2,0 procent och för 2022 är prognosen också 2,0 procent.

Den KIX-vägda inflationen bedöms enligt utkastet till penningpolitisk rapport bli 1,8 procent under 2020. Prognosen är oförändrad sedan den föregående penningpolitiska rapporten. Prognosen för 2021 är 1,9 procent, vilket är en liten nedrevidering, medan prognosen för 2022 är oförändrat 2,1 procent.

Enligt utkastet till penningpolitisk rapport förväntas den sammanvägda styrräntan i omvärlden vara 0,0 procent under 2020. För 2021 och 2022 är prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport också att den sammanvägda styrräntan i omvärlden kommer att vara 0,0 procent. För de två första åren är prognoserna oförändrade jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober.

Min samlade bedömning är att tillväxten kommer att vara på hyggliga nivåer under de kommande åren. Inflationen kommer i de flesta fall vara nära respektive inflationsmål och styrräntorna kommer att vara mycket låga framöver.

Så över till Sverige. KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i november låg den årliga ökningstakten för KPIF på 1,7 procent. Det var förväntat att inflationstakten temporärt skulle falla under sommarmånaderna. Under hösten har vi som förväntat sett en stigande KPIF-inflation. Detta understryker bilden av att KPIF-inflationen har varit kring inflationsmålet en längre tid. De två mått på underliggande inflation som visat sig ha de bästa egenskaperna i en riksbanksstudie låg i november på 1,7 procent respektive 2,0 procent.¹ Jag noterar också att det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen ligger på 1,8 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 att de rapporterade data i Arbetskraftsundersökningarna var felaktiga med början från juli 2018. Visserligen har SCB återkommit med reviderade data men dessa är mycket osäkra. Detta är mycket allvarligt! I många fall finns det inga alternativ till den statistik som produceras av SCB. Vad gäller arbetslöshet finns det dock tillförlitlig annan statistik att tillgå

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

nämligen den från Arbetsförmedlingen. Fram till dess att AKU har funnit nya tillförlitliga metoder kommer jag att utgå från Arbetsförmedlingens statistik.

Enligt den senaste statistiken från Arbetsförmedlingen låg arbetslösheten bland inskrivna arbetslösa i november på 7,2 procent. Det är något högre än motsvarande månad ett år tidigare då arbetslösheten låg på 6,9 procent. För inrikes födda låg arbetslösheten i november på 3,9 procent att jämföra med 3,6 procent ett år tidigare. Motsvarande siffror för utrikes födda var 19,7 procent i november i år ner från 19,9 procent ett år tidigare. Med andra ord högre arbetslöshet för inrikes födda, lägre för utrikes födda.

Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I november 2019 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 3,1 procent. Det är högre än samma månad ett år tidigare då andelen låg på 2,6 procent.

De penningpolitiska rapporterna har under lång tid prognosticerat att arbetslösheten skulle bottna och börja stiga. Nu har det skett. Detta är ingen överraskning utan förväntat. 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.

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 procents inflation. 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 direktions 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-, september- och oktobermötena.

Den fråga 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 prognosticerar en inbromsning både i Sverige och internationellt. Men detta har varit inkorporerat i prognoserna sedan en tid tillbaka.

Vändningen för arbetslösheten var också väntad liksom den temporära nedgången i inflationstakten under sommaren. Osäkerheter som handelskrig, brexit, etcetera 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 höja reporäntan med 0,25 procentenheter. Även efter en inbromsning uppvisar den svenska ekonomin en aktivitet som ligger kring det historiska medelvärdet. 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. Planen från december 2018 var ytterligare fem räntehöjningar under de kommande åren. I det nuvarande förslaget till räntebana har detta reducerats till en enda räntehöjning som sker vid detta möte bortsett från en höjning alldeles vid prognosperiodens slut. Jag stöder med andra ord förslaget att hålla räntebanan horisontell ett par år framåt i tiden. Sammantaget innebär detta att den förväntade reala reporäntan om något år blir lägre än dagens nivå. 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.

Det 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 nollstreck. 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. Om den negativa reporäntan hade fått genomslag i hushållens inlåningsräntor bedömer jag att detta skulle ha inneburit stor sannolikhet för beteenden enligt

beteendeekonomins prediktioner om förlustaversion. Förlustaversion leder till mer riskfyllda val. Den empiriska forskningen har visat att förlustaversion är en realitet, och det även för svenskar.²

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 höja reporäntan med 0,25 procentenheter till noll procent. Jag ställer mig också bakom den räntebana som är horisontell ett par år framåt. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag ställer mig bakom makroprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Men jag ställer mig inte bakom rapportutkastets antagande för penningpolitiken, som innebär att reporäntan höjs från -0,25 till noll procent på dagens möte. Jag föredrar en reporänta som är oförändrad på -0,25 procent och en bana för reporäntan där nästa höjning sker en bit in på prognosperioden, i ett läge då det kan antas att i alla fall vissa av de risker och farhågor jag strax kommer att ta upp inte längre är så akuta. Det finns, så som jag ser det, i huvudsak tre skäl till att nu avvakta med att höja reporäntan.

Det första och viktigaste skälet har att göra med prognosen för inflationen och den riskbild som är förknippad med den. Sedan det penningpolitiska mötet i oktober har vi fått två nya utfall för inflationen. De avser oktober och november. Förvisso var utfallet för KPIF-inflationen i november helt i linje med vår prognos och även inflationen exklusive energipriser höll sig nära det vi hade förväntat oss. Noteringarna för de bägge inflationsmåttan uppgick till 1,7 respektive 1,8 procent. Till bilden hör också att medianen för Riksbankens olika mått på den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten utvecklas stabilt och ligger kvar på 1,8 procent, det vill säga i stort sett på samma nivå som vid vårt förra möte i oktober. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick i

² Engström, P. m.fl., 2015, "Tax compliance and loss aversion", American Economic Journal: Economic Policy, 7 (4), s. 132-164.

november till 1,7 respektive 2 procent.³ Även dessa siffror är ungefär oförändrade jämfört med oktobermötet.

Att inflationen har utvecklats i stort sett som väntat bidrar till att prognosrevideringarna som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport är mycket små. För de 37 månader fram till december 2022 som nu prognosticeras är den genomsnittliga revideringen för KPIF-inflationen både med och utan energipriser i storleksordningen en halv tiondel av en procentenhet.⁴ Men att revideringarna är mycket små innebär också att prognosen för inflationen på samma sätt som i oktober fortsätter att vara under 2 procent under stora delar av prognosperioden och först ligger stabilt på målet mot slutet av 2022. I genomsnitt väntas KPIF-inflationen nu uppgå till 1,7 procent under både 2020 och 2021. Med den prognosen har jag svårt att se att det föreligger något brådskande behov av en högre reporänta.

Faktum är att jag skulle vara emot att höja reporäntan på dagens möte även om vi nu hade reviderat upp vår inflationsprognos, kanske så att den till och med under en tid hade skjutit över inflationsmålet. 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. Visst kan till exempel energipriser och växelkurs överraska både uppåt och nedåt, men för att det ska uppstå några mer allvarliga varaktiga effekter behöver förändringar ske i de grundläggande efterfråge- eller kostnadsförhållandena. Men det ligger för stunden inte i korten. Inte heller riskbilden talar alltså, så som jag ser det, för att det nu är nödvändigt att höja räntan.

Det andra skälet till att jag föredrar en reporänta som är oförändrad på -0,25 procent är utvecklingen av inflationsförväntningarna. De nya utfallen för inflationsförväntningarna, så som de mäts i Prosperas månads- och kvartalsvisa enkätundersökningar, utgörs av månadsundersökningen för november, som bara gäller penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsundersökningen för december, där bland annat också arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar ingår. För penningmarknadens aktörer ligger de långsiktiga, femåriga förväntningarna mer eller mindre oförändrade strax över 1,8 procent.⁵ Men för arbetsmarknadsorganisationerna fortsätter inflationsförväntningarna på lång sikt att falla, med en knapp tiondel av en procentenhet jämfört med undersökningen i september. Sett till nivåerna avviker förväntningarna på fem års sikt ännu inte på något alarmerande sätt från inflationsmålet – den lägsta siffran som är för inköpscheferna inom

³ Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

⁴ Beräkningen avser genomsnittet av absolutbeloppet av revideringarna.

⁵ Jag fokuserar här på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen är mycket låg.

handeln ligger fortfarande över 1,8 procent – men utvecklingstendensen åt fel håll håller alltså i sig.

En anledning till att jag bekymrar mig ganska mycket för utvecklingen av de långsiktiga inflationsförväntningarna är att vi från tidigare erfarenheter vet att det är svårt att vända en negativ trend, när den väl infunnit sig. När förväntningarna började falla i inledningen av 2011 tog det nästan fyra år att få stopp på nedgången och det var egentligen först när Riksbanken tog till minusränta och statsobligationsköp som utvecklingen mer tydligt började gå åt rätt håll. En speciell problematik i det här läget, som jag varit inne på ett antal gånger tidigare, är att det är mycket viktigt att arbetsmarknadsorganisationerna upplever att de kan betinga sina kommande avtalsförhandlingar på inflationsmålet. Att höja reporäntan på dagens möte ökar naturligtvis varken sannolikheten för att den nedåtgående trenden i inflationsförväntningarna ska vända eller chansen för att arbetsmarknadens parter ska ha förtroende för att Riksbanken framöver klarar sitt inflationsmål.

Det tredje skälet till att avvakta med att höja reporäntan hänger samman med den penningpolitik som många andra centralbanker för stunden väljer att bedriva, framför allt förstås världens ledande centralbanker Federal Reserve och ECB. Fed har under året sänkt sin styrränta vid tre tillfällen, senast i slutet av oktober. ECB har, å sin sida, i mitten av september lanserat ett omfattande paket med bland annat lägre ränta på sin insättningsfacilitet, en ny ”forward guidance” tydligt knuten till prisstabilitetsmålet snarare än ett visst datum i framtiden och nya nettoköp av finansiella tillgångar som ska pågå tills strax före den första räntehöjningen. Frågan är då vad konsekvenserna blir av att Riksbanken, om räntan nu höjs så som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport, går åt motsatt håll. Vi vet ju att marknaden kan ändra sina förväntningar mycket och snabbt, och detta kan få stora effekter på framåtblickande finansiella priser, till exempel växelkurser.

Jag har vid ett antal tillfällen under det här året gjort poängen att den svaga utvecklingen av kronans växelkurs under de senaste fem åren inte i huvudsak beror på Riksbankens penningpolitik. Analysen här är inte särskilt komplicerad utan bygger på konstaterandet att till exempel även den norska kronan och den nyzeeländska dollarn har försvagats påtagligt under samma period, och detta trots att penningpolitiken i de här länderna hela tiden har varit mindre expansiv än i Sverige. Slutsatsen jag drar av detta är att valutor i små öppna ekonomier generellt sett tenderar att tappa i värde när det är oroligt i världen.

Men efter publiceringen av den penningpolitiska rapporten i oktober har den svenska kronan förstärkts snabbare än den norska kronan, mot både euron och den amerikanska dollarn. Mot euron har den svenska kronan stärkts med knappt 2,5 procent, att jämföra med lite mindre än

1 procent för den norska kronan. Motsvarande siffror mot den amerikanska dollarn är strax under 3 procent och knappt 1,5 procent.⁶ En inte alltför vågad gissning är att den större förstärkningen av den svenska valutan i ganska stor utsträckning beror på att marknaden har börjat lita allt mer på att Riksbanken kommer att besluta om en höjd reporänta på dagens möte. Jag uppfattar inte utvecklingen så här långt som dramatisk på något sätt, men skulle förstärkningen fortsätta kommer den förr eller senare att bli ett problem ur inflationssynpunkt. Man måste i det här sammanhanget hålla i minnet att inflationsprognosen redan utan en sådan förstärkning först ligger stabilt på inflationsmålet mot slutet av 2022.

De skäl jag har anfört till att idag avstå från att höja reporäntan har det gemensamt att de alla handlar om våra förutsättningar att klara inflationsmålet framöver. Att just tydliggöra att det är inflationsmålet som är styrande för penningpolitikens utformning uppfattar jag som särskilt viktigt i det här läget när ganska många bedömare har tolkat signalerna från det penningpolitiska mötet i oktober som att Riksbanken ser det som ett självändamål att komma upp till nollränta. Därför är det också mycket bra att vi i utkastet till penningpolitisk rapport nu slår fast att direktionen i ljuset av sämre konjunktur- och inflationsutsikter kan komma "att såväl sänka reporäntan som vidta andra åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv". Det bör förhoppningsvis också klargöra att vi inte betraktar nollräntan som den nya nedre gränsen för reporäntan.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag stödjer förslaget att idag höja reporäntan till noll procent. Jag stödjer också den penningpolitiska plan som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport och de övriga prognoser som presenteras där.

Vid det penningpolitiska mötet i oktober bedömde jag att det förmodligen skulle finnas förutsättningar att höja reporäntan till noll procent vid dagens möte. Men jag lyfte fram två faktorer som skulle vara viktiga för beslutet. Den första rörde inflationen och förtroendet för inflationsmålet. KPIF-inflationen hade fallit under sommaren och var 1,3 procent i september. Den nedgången var väntad, främst orsakad av fallande energipriser, och bedömdes som tillfällig. Inflationen har därefter stigit i linje med vår prognos. KPIF-inflationen blev 1,7 procent i november och 1,8 procent rensat för energiprisernas bidrag. Inflationen är alltså nära målet och

⁶ Valutakurser den 17 december kl 15:00.

vår bedömning är att inflationen kommer att ligga kvar nära målet om penningpolitiken utformas enligt förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport.

Inflationsförväntningarna i Prosperas undersökning har fallit efter inflationsnedgången under sommaren. De långsiktiga förväntningarna ligger nu strax under 2 procent. Jag skulle gärna se att förväntningarna låg lite högre. Men nivån är ändå inte alarmerande låg, särskilt med tanke på att den senaste undersökningen genomfördes innan inflationsciffran för november hade redovisats.

Den andra faktorn rörde konjunkturutvecklingen. Där står sig bilden ganska väl i förhållande till den information vi hade vid mötet i oktober. Internationellt har vi sett en del tecken på att stämmningsläget har stabiliserats eller förbättrats. Förtroendeindikatorerna är fortsatt svaga inom europeisk industri men de har i varje fall inte fortsatt nedåt. Förtroendet är starkare i tjänstesektorn och de sammantagna indikatorerna ligger på nivåer som tyder på ett normalt konjunkturläge framöver. Arbetsmarknaden är stark i såväl USA som euroområdet och hushållen är optimistiska. Utvecklingen de allra senaste dagarna tyder på att riskerna har minskat för störningar i närtid från Brexit-processen och handelskonflikten mellan USA och Kina. Optimismen och riskaptiten har tilltagit på finansiella marknader och många aktieindex ligger nu på eller nära historiska toppnivåer.

I Sverige har den samlade realekonomiska utvecklingen i stället varit marginellt svagare än väntat. BNP-tillväxten för tredje kvartalet blev lite lägre än vår prognos och vissa förtroendeindikatorer har försvagats. Men förändringarna är små och den sammantagna bilden är fortsatt att konjunkturläget blir balanserat de kommande åren. Förutsättningarna för den svenska konjunkturen förbättras dessutom om den internationella konjunkturbilden nu börjar ljusna.

Ett område i svensk ekonomi där jag tycker att vi trots allt ser en tydlig stabilisering är bostadsmarknaden. Både byggandet och bostadspriserna föll tillbaka efter toppåret 2017. Men nu har priserna rört sig långsamt uppåt under en längre tid, och olika aktörers förväntningar på den framtida prisutvecklingen är måttligt optimistiska. Prognosen att byggandet ska ligga över 40 000 bostäder om året känns nu mer robust. En räntehöjning till noll procent i kombination med tydliga signaler om att räntan väntas förbli låg under lång tid framöver kommer inte att medföra problem på den här marknaden.

Låt mig nu redogöra för mina penningpolitiska övervägningar. En viktig utgångspunkt för min syn på dagens penningpolitiska beslut är att styrräntan är nära sin effektiva nedre gräns. När räntan är nära den nedre gränsen ska man inte förvänta sig att räntebesluten kan beskrivas med hjälp av

en enkel handlingsregel, särskilt inte en handlingsregel som baseras på styrräntans historiska samband med inflation och konjunktur.

Vi har under hela min tid i Riksbankens direktion brottats med ett svagt inflationstryck. Under åren fram till och med 2016 blev inflationen lägre än målet. Förtroendet för inflationsmålet började försvagas. Vi sänkte styrräntan till som lägst -0,50 procent, men om vi hade haft tillgång till en mer effektiv penningpolitisk verktygslåda hade det varit motiverat att föra en ännu expansivare penningpolitik under de åren. Då hade vi snabbare kunnat stärka det underliggande inflationstrycket i ekonomin och fått upp inflationen till, och kanske över, 2 procent och på så sätt sett till att reparera förtroendet för inflationsmålet. Då hade vi också lättare kunnat höja styrräntan i takt med att konjunktoren stärktes.

Men i stället för att reagera ännu mer kraftfullt under 2014-2016 har styrräntan hållits på en låg nivå under en längre period. Trots en starkare konjunktur, en svagare växelkurs och högre inflation hölls styrräntan oförändrad under 2017 och fram till höjningen i december 2018. Den här penningpolitiken var nödvändig för att KPIF-inflationen, med stöd av uppgången i energipriser, skulle nå upp till ungefär 2 procent i snitt under 2017-2019.

Inflationshistoriken är alltså bättre idag än för tre år sedan och förtroendet för inflationsmålet har stärkts. De penningpolitiska förutsättningarna har därför förbättrats även om förtroendet ännu kanske inte är helt återställt. I takt med att förtroendet blir starkare och vi rör oss längre bort från styrräntans effektiva nedre gräns kommer sannolikt den penningpolitiska handlingsregeln att börja uppfattas som mer "normal".

Det här var alltså min utgångspunkt inför dagens beslut. Men den utgångspunkten förklarar inte fullt ut varför jag förespråkar en höjning av reporäntan idag. Det är ju tydligt att inflationstrycket fortfarande är svagt. En lite högre inflation än den som ligger i vår prognos skulle ge en bättre måluppfyllelse, särskilt med tanke på att inflationsförväntningarna har rört sig nedåt under hösten. En något mer expansiv penningpolitik än den vi planerar skulle också kunna ge ett lite ytterligare stöd till det osäkra konjunkturläget.

Det problem jag ser är återigen kopplat till att styrräntan är nära sin effektiva nedre gräns. Jag ser inget enkelt sätt att göra penningpolitiken "lite mer expansiv" på ett sätt som gynnar den svenska ekonomin. Jag vill påminna om utvecklingen tidigare under året.

Vi har successivt reviderat de penningpolitiska planerna i en allt mer expansiv riktning, dels genom att skjuta på den räntehöjning som vi planerar att besluta om idag, dels genom att inte längre planera för ytterligare räntehöjningar under de kommande två åren. Vår kommunikation i kombination med den internationella och svenska ekonomiska utvecklingen medförde att

marknadens förväntningar på vår penningpolitik skiftade snabbt och kraftigt i expansiv riktning i höstas. Marknadsräntorna sjönk och kronan försvagades snabbt, bland annat som en följd av att den räntehöjning vi diskuterar idag inte längre förväntades genomföras. Vår penningpolitik blev mer expansiv än vi avsåg. Dessutom bedömer jag att penningpolitiken blev expansiv på ett sätt som på sikt varken skulle gynna inflationsutvecklingen eller den svenska ekonomiska utvecklingen. Jag tänker till exempel på kronförsvagningen som skedde från redan svaga nivåer. En sådan kronförsvagning kan möjligen ge stöd åt inflationen på kort sikt, men på lite längre sikt finns det då risk att en kraftig kronförstärkning istället pressar ner inflationen. Samtidigt uppstår då onödig osäkerhet om vart kronan är på väg vilket inte gynnar ekonomin i stort.

Det alternativ till en räntehöjning idag som jag har övervägt att förespråka är att lämna räntan på -0,25 procent och prognosticera att räntan i så fall mest troligt skulle hållas kvar på den nivån under hela prognosperioden. Men jag bedömer alltså att en höjning av räntan idag är mest lämplig. De senaste veckornas utveckling på de finansiella marknaderna baseras på förväntningar om att styrräntan kommer att höjas idag. Att lämna räntan oförändrad är därför sannolikt det alternativ som medför störst förändringar från nuläget. Visserligen är den substantiella skillnaden mellan de här penningpolitiska alternativen liten – skillnaden är ju en enda räntehöjning under en treårsperiod. Men jag tror att det här beslutet ändå har ganska stor betydelse för förväntningarna på den framtida penningpolitiken. En utebliven räntehöjning idag riskerar att medföra en återgång mot den oönskade volatilitet och osäkerhet vi upplevde i höstas.

Den penningpolitik vi nu planerar innebär att styrräntan kommer att vara mycket låg under hela prognosperioden. Det är en fortsatt expansiv penningpolitik som ger stöd åt konjunkturen och som bidrar till att hålla inflationen uppe. Det mest troliga är att reporäntan kommer att hållas kvar på noll procent under hela prognosperioden. Det kommer i varje fall att krävas ganska stora förändringar i inflationstrycket innan det uppstår ett behov av att höja räntan ytterligare. Om inflationen utvecklas svagare än i vår prognos kan penningpolitiken behöva göras mer expansiv, till exempel genom att räntan sänks tillbaka till -0,25 procent. Dessutom är Sveriges offentliga finanser i gott skick. Det, i kombination med de låga räntorna, ger goda förutsättningar att bedriva en expansiv finanspolitik om konjunkturen försvagas.

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag bedömer att konjunkturen i Sverige fortfarande är i en nedgångsfas. Jag ställer mig därför inte bakom förslaget att höja reporäntan från -0,25 procent till noll procent. Jag ställer mig inte heller bakom förslaget till reporäntebana i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Jag anser att genom att vänta med att höja reporäntan i närtid ökar sannolikheten för att varaktigt behålla inflationen nära målet och att avvakta med en höjning även ökar möjligheten att fortsätta med

långsamma höjningar av reporäntan under kommande år. Jag föredrar en räntebana som indikerar en höjning under första halvåret 2020, under förutsättning att konjunkturen då har stabiliserats, och att reporäntebanan sedan indikerar cirka en höjning per år under 2021 och 2022. Låt mig motivera de penningpolitiska avvägandena som ligger bakom min reservation.

För att avgöra tidpunkten för en räntehöjning är det ett flertal faktorer som jag beaktar. I nuläget behöver vi väga bakåtblickande statistik, som utfall för inflation och tillväxt som tyder på en hyfsat god utveckling i svensk ekonomi, mot framåtblickande indikatorer som tyder på att tillväxten i svensk ekonomi fortfarande mattas av. I detta läge behöver vi även väga fördelar och risker med en räntehöjning i december mot de fördelar och nackdelar som följer av att vänta med en räntehöjning ytterligare en period. Innan jag går in på detaljerna i dessa avväganden, låt mig förklara min syn på utvecklingen i svensk och global ekonomi och vad de innebär för svensk tillväxt, arbetsmarknad och inflation på ett par års sikt.

Tillväxten i Sverige har mattats av under de senaste två åren. Det som började med en nedgång på svensk bostadsmarknad under andra halvåret 2017 har sedan förstärkts av en nedgång i konjunkturen i omvärlden, driven av bland annat osäkerhet kring Brexit och av handelskonflikten mellan USA och Kina. Bostadsmarknaden i Sverige har stabiliserats men utvecklingen för investeringar, konsumtion och arbetsmarknad drar ned utsikterna för svensk ekonomi i närtid. Resursutnyttjandet har fallit under ca ett års tid enligt Riksbankens RU-indikator och visar ännu inga tydliga tecken på att stabiliseras.

Prognoser på flera års sikt är alltid förknippade med stor osäkerhet. I dagsläget är även prognosen på kort sikt mer osäker än normalt. Framåtblickande indikatorer som kan ge vägledning om utvecklingen i närtid spretar, både med avseende på utvecklingen i vår omvärld och i Sverige. Global handel har stagnerat vilket framför allt tynger tillverkningsindustrin i många länder. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin befinner sig på nivåer som indikerar fortsatt minskad industriproduktion i ett stort antal länder som är viktiga för Sverige. Samtidigt har tjänstesektorer och arbetsmarknader i många länder fortsatt att utvecklas relativt väl och indikatorer tyder på att spill-over effekter från tillverkningsindustrin till tjänstesektorerna fortfarande är begränsade. Samma mönster syns i svensk statistik, men i Sverige visar även arbetsmarknaden och inköpschefsindex för tjänstesektorn svaghetstecken.

I Sveriges fall förstärks osäkerheten tyvärr av att arbetsmarknadsdata har varit felaktigt rapporterad. Även om dessa fel har upptäckts vet vi att AKU-statistiken fortsatt är osäker till följd av att urvalet nu är mindre och bortfallet är stort.

För att bedöma utvecklingen framöver och förutsättningarna för att varaktigt nå inflationsmålet lägger jag i dagsläget extra stor vikt på indikatorer för hushållens förtroende, för

industriproduktionen och för arbetsmarknaden. Dessa är viktiga då prognosen i den penningpolitiska rapporten bygger på en god utveckling i hushållens konsumtion samt fortsatt god utveckling i exporten och att investeringar stabiliseras.

Under 2019 har hushållens konsumtion dämpats och utvecklats svagare än historiska snitt. Hushållens förtroende, framför allt förväntningar på svensk ekonomi, är kvar på mycket låg nivå. Detta i kombination med en avmattning på arbetsmarknaden kan bidra till försiktighet från hushållen framöver trots relativ god utveckling i hushållens disponibla inkomster.

Svensk export har utvecklats väl trots en stagnation i global handel. Det är ovanligt att svensk export växer snabbare än världsmarknadstillväxten och det finns därför en risk att vi kommer att se en nedgång i exporten framöver. Både Konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin och inköpschefsindex tyder på att svensk export och därmed industriproduktionen kommer att dämpas under 2020.

Även om jag ser tydliga nedåtrisker i prognoser vill jag nämna att jag samtidigt ser tecken på att konjunkturen kan vara på väg att stabiliseras. Det är detta som gör att jag ser en räntehöjning under 2020 som lämplig. De flesta framåtblickande indikatorer har inte fortsatt att förvärras. En viss stabilisering kan även skönjas i euroområdet konjunktur. Sannolikheten för ett avtalslöst Brexit har minskat, och USA och Kina har gjort framsteg i handelsförhandlingarna. Riskbilden för global ekonomi har förbättrats något under de senaste månaderna. Just riskbilden är för mig extra viktig då signalerna spretar om var konjunkturen är på väg. Jag vill därför lyfta fram ett antal risker (inte en fullständig lista), både positiva och negativa, som kommer vara viktiga för dagens och framtida penningpolitiska beslut. Jag börjar med risker på nedåtsidan.

Den främsta risken på nedåtsidan i närtid är den politiska osäkerhet som har präglat finansiella marknader och påverkat den ekonomiska utvecklingen i hög grad de senaste åren. Trots positiva tecken att en del osäkerhet kan skingras är min bedömning att osäkerhet kommer att bestå under lång tid framöver, framför allt kring handelspolitiken. Vi behöver ha hög beredskap för att utvecklingen snabbt kan försämrats igen.

Jag vill samtidigt lyfta fram att utvecklingen även kan bli bättre än den vi ser i prognosen. Mindre politisk osäkerhet i omvärlden skulle kunna bidra till högre investeringsvilja och en återhämtning i global handel som skulle gynna Sverige. En mer expansiv finanspolitik med inriktning på produktiva investeringar och högre sysselsättning skulle också kunna leda till en ökad tillväxt. Det skulle bidra till att inflationen varaktigt kan stabilisera sig nära inflationsmålet.

Min samlade bedömning av konjunkturläget är dock att vi fortfarande befinner oss i en nedgångsfas. Det finns positiva tecken på att en stabilisering kan vara på gång, men riskerna

dominerar fortfarande på nedåtsidan. I detta läge med orolig omvärld och blandade signaler om utvecklingen i svensk ekonomi är tidpunkten för en räntehöjning viktig. Låt mig därför lyfta fram vad jag ser som viktiga penningpolitiska avväganden för tidpunkten för en räntehöjning.

Det som talar för en räntehöjning är att de senaste månadernas utfall för inflationen har varit i linje med prognos och mycket tyder på att inflationen kan stiga ytterligare under kommande månader. Utöver detta kan en lång period med negativa räntor ha negativa sidoeffekter på ekonomin, vilket beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten på ett förtjänstfullt sätt. Detta är en parameter som jag anser att vi bör ta i beaktande. Ytterligare en faktor som jag har vägt in är marknadens prissättning och förväntningar på en höjning i december. Att en höjning i december är väl förankrad bland hushåll och penningmarknadens aktörer talar för en höjning.

Det som talar emot en räntehöjning i dagsläget är osäkerheten i konjunkturläget, att resursutnyttjandet fortfarande faller samt att riskbilden för tillväxt och inflation på medellång sikt är på nedsidan. Det finns en risk att en räntehöjning i dagsläget bromsar en konjunkturuppgång innan den har hunnit få fäste. Det skulle leda till att reporäntan sedan blir kvar på noll under en längre period än vad som annars hade varit nödvändigt. I värsta fall kan Riksbanken tvingas backa och igen sänka styrräntan under noll och/eller införa andra penningpolitiska stimulanser. Även vid en räntehöjning i ett starkt konjunkturläge föreligger den risken då oförutsägbara händelser alltid kan inträffa som snabbt påverkar den ekonomiska utvecklingen negativt. Men, då styrräntan redan är låg och Riksbanken redan har gjort stora köp av obligationer är det extra viktigt att en höjning av styrräntan är hållbar.

Fördelen med att vänta med en räntehöjning till dess att konjunkturen visar tecken på att ha stabiliserats är att det ökar sannolikheten för att varaktigt behålla inflationen nära målet. Det i sig ökar möjligheten att behålla räntan vid noll och sedan fortsätta med gradvisa höjningar under kommande år. Låga räntor ger stöd till hushållens köpkraft och underlättar företagens finansiering av investeringar. Detta stödjer efterfrågan på arbetskraft och motverkar en ytterligare avmattning på arbetsmarknaden.

Nackdelen med att avvakta med en räntehöjning är att vi kan fastna i negativa räntor om konjunkturstabilisering dröjer. Det skulle göra att negativa räntor kan uppfattas som permanenta med medföljande risker vilket jag redan har nämnt. Jag vill dock passa på att betona att jag inte ser nivån på reporäntan som en målvariabel i sig. Det kan alltid komma allvarliga oväntade händelser där nya räntesänkningar och/eller andra penningpolitiska åtgärder är nödvändiga för att motverka en kraftigt negativ utveckling i svensk ekonomi.

Slutligen vill jag betona att den ekonomiska utvecklingen och inflationstrycket, utöver svängningar i konjunkturen, påverkas av ett antal strukturella förändringar i global och svensk

ekonomi. I dag har jag valt att fokusera på den kortsiktiga konjunkturutvecklingen för att det påverkar min syn på vad som är en lämplig tidpunkt för en räntehöjning. För en väl avvägd penningpolitik är det viktigt att vi analyserar och tar in även strukturella förändringar. Låt mig mycket kortfattat exemplifiera med tre sådana förändringar: Demografi, digitalisering och klimatförändringar.

Först demografi: Åldrande befolkningar i många länder i västvärlden, inklusive i Sverige, påverkar arbetskraftutbud och potentiell tillväxt negativt och skulle kunna bidra till ett dämpat inflationstryck framöver. Den andra faktorn, digitalisering, innebär en omfattande strukturomvandling inom bland annat detaljhandeln som påverkar företagens möjligheter att anpassa priser till ökande kostnader. Detta bidrar med stor sannolikhet redan i dagsläget till att dämpa inflationstrycket.

Klimatförändringar är mitt tredje exempel som påverkar den ekonomiska utvecklingen. Gradvis uppvärmning och mer frekvent extremväder har redan bidragit till oväntade svängningar i produktion och inflation i många länder. Om klimatrelaterade risker i allt större omfattning tas in i kreditbedömningar kan det leda till förändrad prissättning på finansiella tillgångar med effekter för finansiell stabilitet, vilket i förlängningen kan ha effekter på ekonomisk tillväxt och inflationstryck. Till skillnad från demografi och digitalisering som främst kan väntas ha en dämpande effekt på inflationstrycket är effekterna av klimatförändringar mer osäkra. Här behöver vi både mer data och mer analys för att bättre förstå dessa mekanismer under kommande år.

Denna typ av strukturella skiften är svåra att fånga i makroekonomiska prognosmodeller. De förändrar dock förutsättningarna för penningpolitiken. För mig kommer det därför vara viktigt att analysera både konjunktursvängningar och strukturella förändringar för att göra en bedömning av vad som är väl avvägd penningpolitik framöver.

Låt mig sammanfatta. Min sammanvägda bedömning är att riskerna förknippade med att höja reporäntan i dagsläget är större än de nackdelar som följer av att vänta ytterligare några månader tills vi ser en stabilisering i konjunkturen. Jag anser att genom att vänta med att höja reporäntan i närtid ökar sannolikheten för att varaktigt behålla inflationen nära målet och det ökar även möjligheten att fortsätta med långsamma höjningar av reporäntan under kommande år. Jag föredrar därför en reporäntabana som indikerar en höjning under första halvåret 2020, under förutsättning att konjunkturen då har stabiliserats, och att räntan därefter höjs ungefär en gång per år under 2021 och 2022.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag ställer mig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till noll procent. Jag ställer mig också bakom de prognoser och bedömningar om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och resten av världen så som de beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Vår prognos av reporäntan – räntebanan – indikerar att efter den föreslagna höjningen av reporäntan vid dagens möte kan det dröja en längre tid innan nästa förändring i räntan sker. Detta är helt i linje med vår syn vid det förra penningpolitiska mötet i oktober. Räntebanan är vår bästa prognos i dagsläget som illustrerar att penningpolitiken är i ett slags vänteläge, något jag återkommer till längre fram. Och då är nollränta en bättre utsiktspunkt än minusränta.

Till penningpolitiken hör även våra statsobligationsköp. Vi upprätthåller ungefärligen nivån på vår statsobligationsportfölj. Och närvaron på obligationsmarknaden ger oss en möjlighet att snabbt sänka eller höja köptakten om det finns behov av att ändra penningpolitiken. Vi har med andra ord ett gott utgångsläge om vi skulle behöva ändra penningpolitikens sammansättning och riktning.

Våra bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige sammanfaller i stora drag med de bedömningar som gjordes i oktober. Den globala ekonomin har nu gått in i en fas med lugnare tillväxt. Under kommande år bedöms den globala tillväxten, sammanvägd med KIX-vikter, bli ungefär 2 procent per år. Inflationstrycket i omvärlden har varit måttligt under senare år, särskilt i euroområdet. Där väntas inflationen stiga långsamt under kommande år. I omvärlden som helhet förväntas inflationen bli ca 2 procent under prognosperioden.

Det finns som vanligt ett flertal osäkerhetsfaktorer kring den globala ekonomiska utvecklingen och listan ser ut ungefär som tidigare, även om det gjorts framsteg på några fronter. USA och Kina har i dagarna meddelat att de är nära en överenskommelse om handeln dem emellan. Med den information vi har idag ser det ut som att flera kortsiktiga frågetecken kring handeln mellan länderna är på väg att lösas. Formerna för Storbritanniens utträde ur EU har klarnat efter det brittiska valet den 12 december. Men nu vänds fokus till hur den långsiktiga relationen mellan EU och Storbritannien ska se ut. I Italien har osäkerheten kring finanspolitikens inriktning på kort sikt minskat i och med den nya regeringens uttalade ambition att följa EU:s budgetregelverk. Men i ett längre perspektiv kvarstår dock stora utmaningar, till exempel när det gäller den offentliga skuldsättningen och banksektorn. I en liten öppen ekonomi som den svenska är det nog så att en typ av osäkerhet nästan alltid avlöses av någon annan typ av osäkerhet i omvärlden. I vår verksamhet är det en slags bakgrundsförutsättning som aldrig försvinner.

För att komma till utvecklingen i Sverige kan man konstatera att den ekonomiska tillväxten under det tredje kvartalet i år blev något lägre än väntat. Prognosen för BNP-tillväxten under

kommande år är dock i stort som i vår bedömning i oktober. Efter flera år med god tillväxt blir BNP-tillväxten mer måttlig framöver, vilket hänger samman med en svagare efterfrågan på Sveriges exportmarknader och den pågående nedgången i bostadsbyggandet. Resursutnyttjandet går från att ha varit högre än normalt till ett mer normalt läge.

Om jag lämnar tiondelarna därhän kan jag konstatera att inflationen fortsätter att utvecklas i linje med målet och måluppfyllelsen är god. De långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter även att ligga kring 2 procent. Samtidigt pekar inflationsprognosen på en inflationstakt nära målet under kommande år.

När direktionen i februari 2015 första gången sänkte reporäntan under noll procent var det nog ingen som förväntade sig att det skulle dröja fem år att komma tillbaka till noll procent. Men trots att den ekonomiska utvecklingen i Sverige under dessa år varit mycket god, med hög tillväxt och sjunkande arbetslöshet, tog det längre tid att få upp inflationen varaktigt till vårt mål, och vi har flera gånger fått skjuta på både räntebana och räntehöjningar. Under denna femårsperiod har vi även i flera omgångar fått utöka våra köp av statsobligationer i syfte att ytterligare pressa ned det allmänna ränteläget och tillföra likviditet till ekonomin. Efter obligationsköp genomförda under 2015-2017 hade Riksbanken köpt statsobligationer till ett nominellt belopp om drygt 300 miljarder kronor, vilket då motsvarade knappt 40 procent av statskulden. Och samtidigt som vi höll räntan på historiskt låg nivå och genomförde omfattande köp av statsobligationer, hade vi en särskild beredskap med avseende på kronans utveckling i syfte att förhindra att en alltför snabb kronförstärkning skulle äventyra inflationsuppgången.

När sen inflationen väl åter stigit till nivåer kring 2 procent har direktionen valt att agera försiktigt med räntan och avvaktat med räntehöjningar för att se till att inflationen och inflationsförväntningarna varaktigt utvecklas i linje med målet om 2 procent. En första höjning genomfördes i slutet av förra året. Och nu, i och med att förutsättningarna för en inflation nära målet fortsätter att vara goda, höjs räntan ett steg till.

Men om riktningen på penningpolitiken under senare år varit tydlig, det vill säga att vi sett gradvisa räntehöjningar framför oss, är nu riktningen framöver mer osäker. Penningpolitiken i USA och i euroområdet kan sägas ha gått in i ett vänta-och-se läge och det gäller även penningpolitiken här hemma. Detta har att göra med att vi väntar oss en mer dämpad konjunktur under kommande år, ett resursutnyttjande som går mot ett normalläge och en inflationsutveckling i linje med målet. Om dessa prognoser visar sig vara korrekta kommer det sannolikt dröja till slutet av prognosperioden innan nästa höjning av räntan sker. Det är vad vår reporänteprognoz visar. Samtidigt är det långtifrån "som vanligt" eftersom realräntan

fortsättningsvis är påtagligt negativ och penningpolitikens möjligheter och effektivitet diskuteras alltmer.

Framtiden är, som alltid, osäker. Konjunkturen kan utvecklas bättre och den svenska inflationen kan öka snabbare än vad som antas i våra prognoser. I ett sådant scenario ser jag ingen brådska i att höja räntan. Inflationstakten kan få överstiga målet under en tid, speciellt med tanke på att inflationen historiskt sett oftare legat under målet än över. Det är viktigare att vi inte överskattar vår förmåga till "fine tuning", "tillräckligt nära" är gott nog.

Omvänt, skulle konjunktur- och inflationsutvecklingen bli sämre än vad som beskrivs i rapportutkastet finns det ett visst utrymme för penningpolitisk stimulans. De senaste årens erfarenhet med negativ reporänta och köp av statsobligationer har visat att dessa haft avsedd effekt. Men läget är inte okomplicerat. Det finns skäl att tro att genomslaget för mer expansiv penningpolitik kan vara trögare än tidigare. En viktig kanal för penningpolitisk stimulans är att stimulera till högre skuldsättning. Men hushållens lånestockar är redan höga, och tillväxttakten i bankernas utlåning till hushållen har sjunkit under senare år, trots mycket låga räntor. Man kan ana en slags mycket välkommen mättnad, vilket i sig är bra.

Min slutsats är att så länge den ekonomiska utvecklingen inte avviker alltför mycket från vad som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport kommer penningpolitiken kunna bidra till att stabilisera utvecklingen. Men utrymmet för räntesänkningar och statsobligationsköp är inte lika stort som tidigare, och skulle utvecklingen bli väsentligt sämre än i vårt huvudscenario behövs sannolikt en annorlunda policymix i Sverige. I ett sådant scenario, som vi alltså inte alls ser som det mest sannolika, behövs mer innovativa metoder för att få ut köpkraft till hushåll och företag. I ett sådant scenario ligger en kraftig expansion av vår balansräkning närmare till hands än en minusränta mycket längre ner än vad vi sett de senaste fem åren.

Låt mig tillägga, som jag ofta gör, att den långsiktiga utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden utgör en risk för svensk ekonomi på både kort och lång sikt. En rad strukturella problem kännetecknar den svenska bostadsmarknaden. Detta skapar dels obalanser och risker, i form av hög skuldsättning bland hushåll, dels ekonomisk ineffektivitet i och med att det blir svårare för folk att flytta i samband med nytt arbete. För att komma till rätta med dessa risker och de strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden behövs ett omfattande reformarbete inom bostads- och skattepolitiken.

Låt mig avsluta med några lite mer personliga ord om Marvin Goodfriend, som gick bort i början av december. Marvin Goodfriend var under många år chefschef på Federal Reserve Bank of Richmond och var därefter professor vid Carnegie-Mellon University i Pennsylvania. Tillsammans med Mervyn King utvärderade Goodfriend Riksbanken 2016 på uppdrag av Riksdagens

finansutskott. Men redan 2008 hade han utvärderat Riksbankens forskningsverksamhet. Goodfriend är nog ganska ensam om att ha läst alla Riksbankens penningpolitiska protokoll. Vi har genom åren haft förmånen att få diskutera viktiga centralbanksfrågor med Goodfriend, och vi är tacksamma för detta, och för de råd han givit oss.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att höja reporäntan till noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 8 januari 2020.
- 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 19 december 2019 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde onsdagen den 8 januari 2020 kl. 9:30.

Vice riksbankscheferna Anna Breman och Per Jansson reserverade sig mot beslutet att nu höja reporäntan.

Breman anser att genom att vänta med att höja reporäntan i närtid ökar sannolikheten för att varaktigt behålla inflationen nära målet och det ökar även möjligheten att fortsätta med långsamma höjningar av reporäntan kommande år. Breman föredrog en räntebana som indikerar en höjning under första halvåret 2020, under förutsättning att konjunkturen då har stabiliserats, och att räntan därefter höjs ungefär en gång per år under 2021 och 2022.

Jansson förespråkade en räntebana som indikerar att räntan höjs en bit in på prognosperioden, i ett läge då det kan antas att förutsättningarna för att klara inflationsmålet framöver ser lite bättre ut än för närvarande.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Kindborg

Justeras:

Stefan Ingves

Cecilia Skingsley

Anna Breman

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se