



Penningpolitiskt protokoll

April 2016

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 20 april beslutade Riksbankens direktion att under andra halvåret 2016 köpa statsobligationer för ytterligare 45 miljarder kronor. Köpen omfattar både nominella och reala statsobligationer, motsvarande 30 respektive 15 miljarder kronor. Reporäntan lämnades oförändrad på -0,50 procent. Det finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om det behövs för att värna inflationsmålet.

Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Flera ledamöter förde fram risker kopplade till osäkerhet på finansmarknaderna och till konjunkturutsikterna i omvärlden. Ledamöterna noterade även att inflationen är låg i omvärlden och att flera centralbanker väntas bedriva en mycket expansiv penningpolitik.

I Sverige är resursutnyttjandet i dagsläget nära normalt, och konjunkturen väntas fortsätta att stärkas. Inflationen har de senaste månaderna blivit något högre än prognosen i februari. Men även om prognosen för inflationen är något uppreviderad de närmaste månaderna väntas den vara lägre än målet även under 2016.

Direktionen är enig om att penningpolitiken behöver vara fortsatt mycket expansiv. Men ledamöterna har lite olika syn på om det är lämpligt att nu förlänga programmet för köp av statsobligationer.

Å ena sidan kännetecknas svensk ekonomi av en hög tillväxt och en allt starkare arbetsmarknad, och inflationen har varit högre än väntat under några månader. Ett stigande resursutnyttjande skapar också goda förutsättningar för att trenden uppåt i inflationen ska fortsätta. Detta kan tala för att inte förlänga köpen av statsobligationer.

Å andra sidan är inflationsuppgången ryckig, och har i hög grad drivits av att kronan har varit svag. En fortsatt god ekonomisk utveckling i Sverige behövs därför för att säkerställa att den uppåtgående trenden i inflationen fortsätter. Samtidigt kvarstår osäkerheten i omvärlden och flera centralbanker bedriver en mycket expansiv penningpolitik. Inflationsprognosen är därför mycket känslig för olika omvärldsfaktorer. Detta kan tala för att förlänga programmet för köp av statsobligationer för att minska risken för att kronan stärks alltför snabbt, vilket skulle leda till en svagare efterfrågan på svensk export och en lägre inflation.

En majoritet av ledamöterna ansåg att det är lämpligt att fortsätta att köpa statsobligationer för ytterligare 45 miljarder kronor under andra halvåret 2016. För att få ett brett genomslag på olika räntor bör köpen omfatta både nominella och reala statsobligationer, motsvarande 30 respektive 15 miljarder kronor. Tills vidare återinvesteras också förfall och kuponger på portföljen av både nominella och reala statsobligationer. En ledamot ansåg att penningpolitiken är tillräckligt expansiv för att inflationen ska stiga mot 2 procent, och att det därför inte är nödvändigt att förlänga köpen av statsobligationer.

Direktionen var enig om att behålla reporäntan på -0,5 procent, och precis som i februari bedöms räntan långsamt börja höjas i mitten av 2017.

Direktionen var också enig om att det är viktigt med en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om det behövs för att värna förtroendet för inflationsmålet.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2016-04-20
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Martin Flodén
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Henry Ohlsson
Cecilia Skingsley

Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Claes Berg
Carl-Johan Belfrage
Sophie Brauner
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Bo Enegren
Mattias Erlandsson
Jens Iversen
Martin W Johansson
Ola Melander
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Carl Fredrik Pettersson (§ 1-3A)
Maria Sjödin
Ulf Söderström
Anders Vredin

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Bo Enegren skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under §§ 2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Carl Fredrik Pettersson från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i februari har börser och råvarupriser stigit. Bidragande förklaringar har varit en minskad oro för utvecklingen i den kinesiska ekonomin, signaler om långsammare styrräntehöjningar i USA och en mer expansiv penningpolitik i euroområdet. Tidvis har dock europeiska bankaktier varit under press, vilket hängt samman med en oro för vad negativa räntor innebär för bankernas intjäning och med den höga andelen dåliga lån i italienska banker.

ECB annonserade penningpolitiska lättnader i mars och det finns marknadsförväntningar på ytterligare räntesänkningar och en förlängning av obligationsköpsprogrammet senare i år. Efter en nedrevidering av genomsnittsprognoserna från ledamöterna i Federal Reserves räntesättande kommitté i mars ger protokoll och tal en splittrad bild av den amerikanska ränteutvecklingen framöver. Bank of England väntas å sin sida avvakta utfallet av folkomröstningen om ett brittiskt utträde ur EU i juni, medan förväntningarna på ytterligare stimulanser från Bank of Japan har stärkts i spåren av negativa BNP-utfall och en inflation nära noll procent.

Signaler om en mjukare hållning från andra centralbanker, liksom oväntat höga svenska inflationsutfall, har fått kronan att stärkas med några procent sedan i februari. Andra faktorer bakom kronförstärkningen är att Riksbanken kommit att uppfattas som mindre benägen att sänka räntan och mer benägen att tolerera en kronförstärkning. Inför dagens möte förväntar sig en majoritet av analytikerna en oförändrad reporänta men ett utökat program för tillgångsköp.

Mattias Erlandsson från Avdelningen för penningpolitik redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som man bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet tidigare diskuterats av direktionen vid möten den 4, 5 och 8 april. På ett möte med direktionen den 12 april bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet i februari har präglats av fortsatta svängningar på de finansiella marknaderna och osäkerheten om den globala konjunkturutvecklingen är alltjämt stor. Återhämtningen i världsekonomin väntas fortsätta men tillväxten är något nedreviderad jämfört med föregående prognos i februari, vilket bland annat avspeglar att konjunkturrisken bedöms ha ökat något. Inflationsutsikterna i omvärlden är dock i stora drag oförändrade.

Tillväxten är hög i svensk ekonomi. I fjol steg BNP med drygt 4 procent och i år väntas tillväxten bli 3,7 procent, vilket är en starkare utveckling än bedömningen i februari. Resursutnyttjandet bedöms vara ungefär normalt och väntas öka och bli högre än normalt under prognosperioden. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och sysselsättningen stiger samtidigt som arbetslösheten sjunker under 2016 och 2017. Därefter väntas en viss uppgång i arbetslösheten då

många nyanlända flyktingar med svag anknytning till arbetsmarknaden kommer in i arbetskraften.

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har det kommit inflationsutfall för januari, februari och mars. Utfallen blev något högre än förväntat för samtliga tre månader. Bland annat ökade priserna på kläder och skor ovanligt snabbt, liksom priserna på vissa tjänster. Inflationsprognosen är något uppreviderad i närtid. Att inflationen ändå förblir lägre än målet en tid beror bland annat på att energipriserna ännu inte återhämtat sig och på att prisökningarna på importerade varor dämpas till följd av den senaste tidens förstärkning av kronan. Förutsättningarna för en stigande inflation bedöms dock vara goda. Svensk ekonomi växer snabbt och resursutnyttjandet stiger. KPIF-inflationen väntas stabiliseras kring 2 procent under 2017.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är baserade på att köpen av statsobligationer förlängs till slutet av 2016, vilket innebär köp för ytterligare 45 miljarder kronor, så att köpen uppgår till totalt 245 miljarder kronor i slutet av 2016. Dessutom utgår prognoserna från att reporäntan behålls på -0,50 procent och att räntebanan är oförändrad.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom bilden av den ekonomiska utvecklingen och förslagen till penningpolitiska beslut i utkastet till penningpolitisk rapport.

Flodén konstaterade att inledningen av året präglades av fallande börskurser internationellt, främst kopplat till oro för att den kinesiska ekonomin skulle bromsa in alltför snabbt, att den försiktiga konjunkturåterhämtningen i euroområdet skulle brytas och att tillväxten i den amerikanska ekonomin skulle dämpas. Den här oron var påtaglig vid det penningpolitiska mötet i februari, och Flodén menade då att Riksbankens prognos knappast var väntevärdesriktig; han såg den snarare som ett huvudscenario präglad av tydliga nedåtrisker.

Därefter har oron på de finansiella marknaderna dämpats och börskurserna vänt uppåt. Det är enligt Flodén svårt att se tydliga realekonomiska orsaker bakom de stora marknadssvängningarna under årets inledning. Rörelserna i konjunkturindikatorer och datautfall har varit ganska spretiga efter februarimötet. En del av marknadsuppgången förklaras förmodligen av åtgärder och kommunikation från centralbanker, såsom ECB:s ytterligare stimulanser och Federal Reserves tydligare signalering om att räntehöjningar framöver kommer att ske i långsam takt.

Flodéns sammantagna bedömning är att de internationella konjunkturutsikterna inte har förändrats nämnvärt efter februarimötet trots att Riksbankens prognoser är något nedreviderade. Det finns alltså fortfarande goda förutsättningar för en långsam uppgång i tillväxten i omvärlden. Men samtidigt kvarstår stora risker och osäkerhetsfaktorer, inte minst i Europa där det finns kvarstående hållbarhetsproblem i flera länders offentliga finanser, fortsatt

svaghet i många bankers balansräkningar och frågetecken kring hur det framtida EU-samarbetet kommer att se ut.

Han konstaterade vidare att utfallen i Sverige efter februarimötet varit mer entydigt positiva och att inflationen stiger. Det har kommit tre inflationsutfall, och samtliga har legat lite högre än i Riksbankens senaste prognos. Underliggande inflation enligt KPIF exklusive energi är nu nära två procent, och även andra mått på underliggande inflation har stigit. Inflationsförväntningarna har också rört sig lite uppåt, både i Prosperas enkätundersökningar och enligt marknadens prissättning. Även tillväxten för sista kvartalet föll ut högre än väntat, medan sysselsättning och arbetslöshet har utvecklats ungefär enligt prognos.

Flodén framhöll att styrkan i svensk ekonomi och den tydliga inflationsuppgången visar att den expansiva, och delvis okonventionella, penningpolitiken fungerar. Men inflationsuppgången är ännu inte tillräckligt stark för att fortgå på egen hand. Enligt Riksbankens prognos kommer den underliggande inflationen nu att sjunka något, och det kommer att ta ytterligare tid, och krävas en fortsatt expansiv penningpolitik, för att inflationen ska etableras mer varaktigt på nivåer som är förenliga med inflationsmålet.

Enligt Flodén finns det flera faktorer som förklarar varför penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv trots den starka tillväxten. Riksbanken har talat om dessa faktorer vid många tidigare tillfällen, men han ville nämna två av dessa. För det första är det internationella ränteläget fortfarande mycket lågt och penningpolitiken i omvärlden alltjämt mycket expansiv. Hur expansiv svensk penningpolitik *de facto* blir beror inte enbart på nivåerna på Riksbankens styrränta och tillgångsköp, utan också på hur de svenska nivåerna förhåller sig till nivåerna utomlands och till underliggande realräntor. För det andra kan förtroendet för det svenska inflationsmålet ha skadats av den långa perioden med inflation tydligt under målet. Att inflationsförväntningarna har vänt uppåt är visserligen ett gott tecken, men förväntningarna ligger ändå klart lägre än Riksbankens prognos för KPI-inflationen.

En annan indikation på att trovärdigheten för inflationsmålet ännu inte står på fast grund är enligt Flodén att avtalsförhandlingarna på arbetsmarknaden genomgående verkar landa i ettåriga avtal. Det är troligt att osäkerhet kring den framtida inflationsutvecklingen har bidragit till att arbetsmarknadens parter inte har kunnat sluta längre avtal. Man kan inte förlita sig på att inflationen av egen kraft så småningom rör sig tillbaka till målnivån om inflationsförväntningarna är för låga eller om inflationsmålets trovärdighet är skadat. Inflationsuppgången behöver då hjälp av en expansiv penningpolitik och en stark konjunktur.

Flodén konstaterade dock att den senaste tidens uppåtgående inflationstrend och allt starkare resursutnyttjande förstås har medfört att inflationsuppgången blivit robustare och att penningpolitiken idag står i ett betydligt gynnsammare läge än för 1 eller 1,5 år sedan. Om konjunkturen fortsätter att stärkas blir det allt troligare att inflationen på sikt fortsätter att röra

sig uppåt även om förtroendet för inflationsmålet är skadat. Penningpolitiken behöver då inte reagera lika snabbt på tillfälliga bakslag.

Därefter ställde sig Flodén frågan vad dessa resonemang betydde för hans syn på dagens penningpolitiska beslut. Han konstaterade att den senaste tidens utveckling i svensk ekonomi tyder på att vi är på rätt väg och att den allt expansivare penningpolitiken de senaste åren fått avsedd effekt. Då dessutom konjunkturbilden från förra mötet i stora drag är oförändrad såg han inga skäl att ändra den penningpolitiska inriktningen. Visserligen reserverade han sig mot räntesänkningen vid det förra mötet, men att nu höja reporäntan skulle sända märkliga signaler. Flodén förespråkade därför en oförändrad reporänta och även en oförändrad prognos för den framtida reporäntan.

Vidare konstaterade Flodén att tidigare beslutade tillgångsköp löper ut i sommar och att ett alternativ förstås är att inte fortsätta med sådana köp. Han betonade att han visserligen inte tror att en fortsatt inflationsuppgång står och faller med ett sådant beslut, men att han såg en omedelbar avslutning av tillgångsköpen som en onödig risk, särskilt när ECB samtidigt höjer takten i sina tillgångsköp. Mycket tyder enligt Flodén också på att det i marknadens nuvarande prissättning av obligationer och växelkurs finns en hög sannolikhet för att Riksbankens tillgångsköp ska fortsätta. Det finns då en risk att räntorna börjar stiga och att kronan stärks alltför snabbt och kraftigt om Riksbanken avslutar tillgångsköpen redan i sommar. Flodén menade därför att han anser att det är lämpligt att låta köpen fortsätta ett tag till men i en långsammare takt än tidigare och han ställde sig därför bakom det förslag på tillgångsköp som låg i utkastet till penningpolitisk rapport även om han tycker att köptakten kunde ha sänkts lite mer än i det förslaget.

En faktor som bidragit till att han fortfarande stöder fortsatta tillgångsköp är att han ser små problem kopplade till dessa. Det gäller särskilt när Riksbanken nu inkluderar realränteobligationer bland de tillgångar som köps. Marknadens prissättning av dessa obligationer, särskilt på kort och medellång sikt, verkar bygga på inflationsförväntningar som är avsevärt lägre än Riksbankens. Att köpa realränteobligationer, som i förhållande till Riksbankens prognos alltså är "billiga", kan enligt Flodén då möjligen stärka förtroendet för Riksbankens inflationsprognos.

Sammanfattningsvis ställde sig Flodén bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och att fortsätta köpa statsobligationer, i en lite långsammare takt än tidigare, enligt det förslag som presenterats i utkastet till penningpolitisk rapport.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att mycket just nu pekar åt rätt håll för svensk ekonomi. Inflationen har överraskat på uppsidan tre månader i rad. Utfallen har varit högre än väntat oavsett om man tar hänsyn till energiprisernas utveckling eller inte. I mars uppgick KPIF-inflationen till 1,50 procent medan KPIF-inflationen exklusive energipriser hamnade på 1,86 procent. Prognosfelen för de båda inflationsmåten var i storleksordningen 0,2-0,3

procentenheter. Jansson påpekade att man får gå tillbaka över 6 år i tiden för att hitta en lika hög KPIF-inflation exklusive energipriser som i mars.

Även inflationsförväntningarna fortsätter att utvecklas på ett gynnsamt sätt, fortsatte han. Förväntningarna på 1 och 2 års sikt är fortfarande en bit under 2 procent men tydligt stigande. Förväntningarna på 5 års sikt, som kan ses som ett mått på trovärdigheten för inflationsmålet, har också stigit och är sammantaget nära 2 procent. I Prosperas senaste mätning för penningmarknadens aktörer förväntades inflationstakten om 5 år uppgå till 1,94 procent.¹ Därmed fortsätter utrymmet för Riksbanken att "se igenom" olika tillfälliga prisstörningar att öka. Jansson betonade dock att då både inflationen och de mer långsiktiga inflationsförväntningarna länge har varit lägre än inflationsmålet kvarstår en förhöjd risk för att även prisstörningar som från början är tillfälliga får ovanligt stora och kvardröjande effekter på inflationen.

Vidare framhöll han att Sveriges BNP-tillväxt var mycket snabb under hela 2015 men särskilt mot slutet av året. Enligt SCB var den säsongjusterade tillväxten under fjärde kvartalet hela 1,3 procent. Riksbanken hade väntat sig en tillväxt motsvarande 0,9 procent. Jämfört med andra svenska prognosmakare var det en hög prognos men utfallet överträffade alltså även den prognosen med god marginal. Den starka utvecklingen var en följd både av en snabbt stigande inhemsk efterfrågan och av en hög tillväxt i exporten. Det förtjänar att påpekas att exporttillväxten var snabb trots en måttlig uppgång i efterfrågan på svenska exportmarknader, noterade Jansson. Mycket talar för att det är försvagningen av kronans växelkurs mellan 2014 och 2015 som skapat förutsättningar för den goda exportutvecklingen. Framöver väntas BNP-tillväxten visserligen växla ner något men ändå fortsätta att vara stark, särskilt i ett internationellt perspektiv.

Jansson konstaterade att det allt bättre konjunkturläget i Sverige också tydligt återspeglas på arbetsmarknaden. Sysselsättningsgraden har stigit kontinuerligt i flera år och under 2015 föll också arbetslösheten ganska rejält. Kortsiktigt räknar Riksbanken med en fortsatt gynnsam utveckling för både sysselsättningen och arbetslösheten. På lite längre sikt ser dock Jansson stora utmaningar för den svenska arbetsmarknaden. Flyktinginvandringen har varit omfattande och kommer kommande år att fortsätta att vara stor i ett historiskt perspektiv. Då det tar tid för nyanlända att etablera sig på den svenska arbetsmarknaden kommer det inte att gå att undvika att arbetskraften så småningom ökar snabbare än sysselsättningen. Flyktinginvandringen kommer alltså att leda till att arbetslösheten ökar.

Men invandringen innebär samtidigt en stor potential och utan den så skulle befolkningen i arbetsför ålder minska, underströk Jansson. En klokt utformad ekonomisk politik kan bidra både till att dämpa den kommande uppgången i arbetslösheten och till att långsiktigt pressa ner arbetslösheten igen. Att lyckas med detta är enligt Jansson den viktigaste uppgiften för Sveriges

¹ Enligt TNS Sifo Prospera, se <http://www.prospira.se/inflation-expectations/>.

ekonomiska politik framöver. Och för att vi ska lyckas kommer det att krävas ett stort antal åtgärder inom många politikområden, inte minst förbättringar inom bostadspolitiken, för att åstadkomma ett tillräckligt stort och brett utbud av bostäder. Inga åtgärder bör betraktas som uteslutna på förhand utan det som fungerar bör vara styrande.

Janssons bedömning var alltså att utvecklingen i Sverige under senare tid sammantaget varit stark och att det finns goda förutsättningar för att den fortsatt kommer att vara det under ytterligare ett antal år. Internationellt finns visserligen ett flertal risker, och osäkerheten fortsätter att vara förhöjd. Men sedan mitten av februari har oron på de finansiella marknaderna dämpats en del, med stigande aktiekurser och oljepris som följd. Inriktningen på penningpolitiken i omvärlden hjälper också till att stabilisera och förbättra situationen.

Jansson ville påminna om situationen vid det penningpolitiska mötet i februari. Reporäntan sänktes då trots att det fanns en hel del omständigheter som talade för att inte fatta beslut om ytterligare penningpolitiska åtgärder. Med det med sig skulle man väl denna gång kunna tycka att det är tämligen självklart att Riksbanken ska "sitta still i båten", fortsatte han. För egen del pekade han, vid det penningpolitiska mötet i februari, på två omständigheter som gjorde att han då i slutänden valde att lägga sin röst på en mer expansiv politik. För det första, att Riksbanken gjorde en stor och utdragen nedrevidering av inflationsprognosen. Och för det andra, att han bedömde att både Federal Reserve och ECB skulle komma att välja en mjuk linje i sin penningpolitik framöver. Vad det då i grunden handlade om var att försöka hantera en risk för att kronans växelkurs skulle kunna appreciera alltför snabbt om Riksbankens penningpolitiska strategi uppfattades som stramare än tidigare, samtidigt som penningpolitiken i omvärlden snarare gick åt andra hållet.

Jansson framhöll att Riksbanken den här gången förvisso inte gör någon stor nedrevidering av inflationsprognosen. Trots detta ansåg han att det fortfarande fanns en överhängande risk för att kronan skulle kunna appreciera alltför snabbt om Riksbanken på dagens möte skulle välja att helt avstå från att vidta ytterligare åtgärder. I det här perspektivet kvarstod enligt Jansson alltså faran för att ett beslut om att inte vidta några ytterligare åtgärder skulle uppfattas som en ändring i Riksbankens penningpolitiska strategi, trots att prognosen för inflationen nu inte justeras ner. Mot den här bakgrunden ställde han sig bakom både prognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport.

Jansson ville understryka att han trots detta fortsätter att dela synen att Riksbankens beredskap att göra mer i penningpolitiken bör finnas för att säkerställa att den trendmässiga uppgången i inflationen inte bryts och för att värna förtroendet för inflationsmålet. Precis som i februari ansåg han också fortsatt att Riksbanken måste undvika att slösa med den penningpolitiska ammunition som finns kvar och använda den bara om ett behov verkligen finns. Detta är viktigt, inte minst för att undvika att skapa onödigt stora risker för negativa sidoeffekter av den expansiva penningpolitiken. Men så länge en stor och snabb appreciering av kronan utgör ett allvarligt hot

mot inflationsuppgången så är det riskfyllt att kräva att stora prognosrevideringar måste föregå varje beslut om nya åtgärder. Om man gör det så kan det visa sig svårt, eller i värsta fall omöjligt, att reparera den skada som redan skett. Därför måste penningpolitiken fortsätta att vara proaktiv och bedrivs med stor hänsyn till utsikterna för penningpolitiken i omvärlden.

Jansson påpekade vidare att Riksbankens prognoser är konstruerade som så kallade väntevärden och därför i princip ska ta hänsyn till alla risker som finns. Så om det till exempel finns en risk för att kronan ska appreciera kraftigt så bör denna redan vara inräknad i prognoserna för olika variabler. Men i praktiken är det svårt att åstadkomma detta på ett fullgott sätt och det är ofta nödvändigt att ta speciella hänsyn till vissa risker som kan få särskilt stora konsekvenser. När det gäller prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport hör det också till saken att denna betingats på det aktuella förslaget till penningpolitiskt beslut. Detta dämpar ytterligare effekterna på olika prognosvariabler som kommer från risken för en stor och snabb kronappreciering, underströk han.

Jansson avslutade med några mer specifika kommentarer till Riksbankens beredskap att göra mer. Han landade den här gången alltså i att lägga sin röst på att fortsätta att köpa värdepapper, för ytterligare 45 miljarder kronor andra halvåret 2016, så att köpen uppgår till totalt 245 miljarder kronor i slutet av 2016. Han stödde i sammanhanget också förslaget att 15 av dessa 45 miljarder kronor används för att köpa reala statsobligationer. Att fortsätta köpen av värdepapper under en längre tid såg han i det här läget som naturligt mot bakgrund av att ECB nyligen utökade sina köp. I takt med att Riksbankens innehav av nominella statsobligationer blir allt större är det enligt Jansson också naturligt att utvidga köpen till att omfatta andra värdepapper. Men det här betyder inte, som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport, att köp av värdepapper numera är den enda åtgärden som är aktuell om ett behov av att göra mer i penningpolitiken skulle uppstå. I rapporten framgår det tydligt att reporäntans nedre gräns ännu inte uppnåtts, att åtgärder kan vidtas i det penningpolitiska styrsystemet för att understödja den förda penningpolitiken och att Riksbanken står beredd att intervensera på valutamarknaden, om kronan stärks så snabbt att inflationsuppgången hotas. Liksom tidigare står det också klart att det kan bli aktuellt att vidta åtgärder mellan de ordinarie mötena.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att ställa sig bakom bedömningarna i utkastet till penningpolitisk rapport, både vad gäller utvecklingen i omvärlden och utvecklingen i Sverige. Hon gav också sitt stöd till förslaget att förlänga köpen av statsobligationer med ytterligare 45 miljarder fram till slutet av 2016.

af Jochnick konstaterade vad gäller utvecklingen på de finansiella marknaderna att det möjligen ser lite bättre ut idag jämfört med vid tidpunkten för det penningpolitiska mötet i februari. Aktiemarknaderna har återhämtat sig något men det finns fortsatt osäkerhet omkring till exempel europeiska banker och deras kreditförsörjningsförmåga. Samtidigt som mycket fokus under senare år har legat på att göra bankerna mer robusta så är fortfarande delar av det

Europeiska banksystemet under press på grund av en stor andel dåliga lån och att bankernas affärsmodeller inte anpassats till nya förhållanden. ECB:s aviserade lån till banker skjuter problemen framåt men gör inte att de försvinner. Det finns därtill en risk att osäkerheten runt europeiska banker åter kan komma att skapa stress i marknaden och press på bankaktier. Ett sådant scenario skulle riskera att ytterligare dämpa uppgången i europeisk ekonomi.

Hon framhöll vidare att den globala tillväxten stiger men att det fortsatt finns frågetecken kring hur snabbt och hur mycket. Osäkerheten kring styrkan i tillväxten i många länder och en svag inflationsutveckling gör att många centralbanker fortsatt bedriver en mycket expansiv penningpolitik. Tillväxten i euroområdet förbättras men inflationen är låg. Effekterna av en eventuell Brexit är mycket svårbedömda. Under alla förhållanden skulle ett stöd i folkomröstningen för att Storbritannien lämnar EU-samarbetet addera till de osäkerheter som redan utgör en hämsko för såväl tillväxten i euroområdet som i Sverige.

af Jochnick konstaterade också att svensk penningpolitik under en längre tid varit mycket expansiv, med syftet att stödja utvecklingen i svensk ekonomi och att säkerställa att inflationen når upp till målet på två procent. Riksbanken har haft en svår uppgift att hantera: dels för att inflationen i Sverige varit låg länge, dels för att en mycket expansiv penningpolitik i omvärlden skapat risker för en alltför stark utveckling av kronan. Vi befinner oss nu i en situation där det går bra för svensk ekonomi på många sätt. Tillväxten är god och inflationen stiger. Såväl hushåll som företag bidrar genom konsumtion och investeringar till denna utveckling. Det finns de som säger att den låga räntenivån skapar osäkerhet för hushåll och företag, men den bedömningen styrks inte av deras beteende. De svar som företagen lämnar i Riksbankens företagsenkät handlar snarare om svårigheter att höja priserna än om osäkerhet som den låga räntenivån förorsakar. Sverige har jämfört med andra länder en hög tillväxt och ett resursutnyttjande som är nära normalt. Andra tecken på hög aktivitet i ekonomin är nivån på antalet nyregistrerade bilar och den arbetskraftsbrist som vissa sektorer visar upp.

Inflationen har dock varit lägre än målet under lång tid, fortsatte af Jochnick. Skälen till att inflationen varit låg under senare år är flera. En svag utveckling i vår omvärld har haft betydelse. Låga råvarupriser, särskilt på energi, har hållit tillbaka kostnadsökningarna. Men det är inte hela förklaringen. Under de senaste åren har företagens marginaler varit pressade och de har haft svårt att höja priserna. Företagen själva har i enkätundersökningar pekat på att det kan bero på ökad osäkerhet om framtiden och ökad konkurrens. Globalisering och en allt större internethandel har sannolikt spelat en stor roll, menade hon.

af Jochnick noterade att KPIF-inflationen dock har stigit trendmässigt sedan 2014 och att kronförsvagningen som skedde under 2014 fram till mitten av 2015 bedöms vara en viktig orsak till uppgången. Hon pekade på att kronan sedan mitten av 2015 emellertid har förstärkts, men att ett stigande resursutnyttjande i svensk ekonomi samtidigt bidragit till en trendmässig uppgång i de mer inhemskt bestämda tjänstepriserna. Hon framhöll att inflationsutvecklingen under 2016

av olika skäl väntas bli ryckig och att det tar ytterligare en tid innan inflationen är mer varaktigt nära målet. Energipriserna har fallit det senaste året och prisökningarna för importerade varor dämpas till följd av den senaste tidens förstärkning av kronan. Det innebär att Riksbanken räknar med en stabilisering av KPIF runt 2 procent först 2017.

af Jochnick betonade vidare att även om Riksbanken inte har ett mål för växelkursen så är kronans utveckling viktig i inflationsbedömningen. Riksbankens bedömning bygger på att kronan stärks långsamt. När resursutnyttjandet i ekonomin blir allt högre och vi ser att det uppstår brist på arbetskraft i vissa branscher är det rimligt att anta att detta kommer att återspeglas i att företagen höjer sina priser på varor och tjänster och att kronan kommer att spela en mindre roll.

För att säkerställa den stigande trenden i inflationen och fortsatt stödja utvecklingen i svensk ekonomi bedömer af Jochnick att Riksbanken bör fortsätta med programmet för köp av statsobligationer till årets slut. Hon anser att det är rimligt att Riksbanken i detta läge köper statsobligationer i en något lägre takt, samtidigt som köpen breddas till att även omfatta realobligationer för att få ett brett genomslag på olika räntor.

Vidare konstaterade af Jochnick att priserna på bostäder i Sverige fortsätter att stiga snabbt. Riksbanken har tidigare lyft problemen med höga bostadspriser och hushållens skuldsättning men det finns också en allt större risk att problemen på den svenska bostadsmarknaden kommer att påverka företagens bedömning av hur attraktivt det är att verka i Sverige. Det kan få effekter på tillväxt och utveckling på längre sikt. När Riksbanken i utkastet till penningpolitisk rapport talar om risker med låga räntor så är af Jochnicks bedömning att en av de största riskerna fortsatt är hushållens växande skulder. Prisutvecklingen på bostadsmarknaden gör hushållen alltmer skuldsatta. Det framgår också av Finansinspektionens senaste bolåneundersökning.

af Jochnick framhöll också att prisökningar på bostäder de senaste åren har varit betydligt högre än ökningen av hushållens inkomster. Därför stiger nu den genomsnittliga skuldkvoten till över 400 procent i Finansinspektionens enkät och mer än 35 procent av hushåll med nya lån har en skuldkvot över 400 procent. Hushållens allt högre skuldsättning ökar sårbarheten för svensk ekonomi och riskerar att i ett högre ränteläge bli en hämsko på tillväxten och i förlängningen Riksbankens möjligheter att uppnå inflationsmålet. af Jochnick ville därför återigen understryka hur angeläget det är att på olika sätt begränsa hushållens skulduppbyggnad.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att ställa sig bakom prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Däremot ställde hon sig inte bakom förslaget att utöka programmet för obligationsköp.

Inför det penningpolitiska beslutet i februari rådde oro på de internationella finansmarknaderna, med stundtals stora marknadsrörelser. Därefter har svängningarna avtagit, även om osäkerheten om den globala konjunkturutvecklingen fortsätter att vara hög. I februari gjordes också prognosjusteringar som gick ut på att svensk inflationsmålsuppfyllelse hade skjutits framåt i

tiden. Enligt Skingsley var det då rimligt att sänka räntan till -0,5 procent. Sedan dess har svensk ekonomi fortsatt att utvecklas väl. Resursutnyttjandet kan beskrivas som normalt och inflationsdata har kommit in som väntat eller något högre. Överraskningarna har med andra ord varit ganska små.

En viktig fråga för Skingsley inför dagens beslut var utsikterna för omvärlden. Omvärldstillväxten var dämpad under slutet av 2015 och indikatorer vände ned under början av 2016. Bedömningen är emellertid att de ekonomier som är viktigast för svensk utrikeshandel hade tillfälliga nedväxlingar och prognosen talar för fortsatt återhämtning. Ett annat viktigt inslag i bedömningen av det inhemska pristrycket är att hittillsvarande löneförhandlingsresultat inte har föranlett någon större revidering av löneprognoserna.

I utkastet till penningpolitisk rapport är prognosrevideringarna överlag små, men de inkluderar ett beslut om ytterligare obligationsköp under andra halvåret i år. Skingsleys bedömning är emellertid att prognosrevideringarna hade varit acceptabla även utan obligationsköp. Riksbankens prognoser är gjorda så att riskerna för sämre utfall i princip ska vara lika stora som riskerna för bättre utfall. Men i det penningpolitiska beslutet ingår också att göra en bedömning av de risker som inte så lätt låter sig fångas i makroprognosernas siffror. Ett exempel på en sådan risk är att penningpolitikens verkanskraft har försämrats efter en lång period med låg inflation och minskat förtroende för inflationsmålet. Det har för Skingsley varit en viktig anledning att stödja den expansiva penningpolitiken det senaste dryga året. En annan bedömning som delvis måste göras utanför prognosarken gäller risken att få oönskade kapitalrörelser som äventyrar konjunktur- och inflationsutvecklingen.

Sedan i februari har Europeiska centralbanken tagit nya beslut om stimulanser. Vidare har Federal Reserve signalerat en långsammare höjningstakt. Det är omständigheter som svensk penningpolitik måste beakta enligt Skingsley. En stor del av detta var dock redan känt vid det penningpolitiska mötet i februari, och medverkade till att hon då stödde beslutet om en räntesänkning.

Dagens ställningstagande, att förlänga programmet för köp av statsobligationer eller inte, handlar för Skingsley om en riskbedömning. En fördel med att agera nu med stimulans i form av en förlängning av programmet är att inflationen i nuläget drivs av den tidigare växelkursförsvagningen. Det är en drivkraft som är på väg att avta och toleransen för en kronförstärkning betydligt utöver Riksbankens prognos är därför alltså låg. Det inhemska pristrycket är visserligen på väg upp, men hur det ska utveckla sig är fortfarande osäkert. Skingsleys bedömning är dock att denna riskfaktor inte har ökat sedan i februari, utan är ungefär densamma.

Skingsley menade vidare att Riksbanken sedan tidigare är tydlig med sin höga beredskap att göra mer om det behövs, också mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Alla de tidigare beskrivna verktygen, reporäntan, reporäntebanan, obligationsköp och direkta

valutainterventioner är dessutom fortfarande tillgängliga. Och givet det stigande resursutnyttjandet i svensk ekonomi och att inflationen väntas ligga nära 2 procent det närmaste året, är utrymmet att avvakta nu något större. En strikt uttolkare av inflationsmålsregimen skulle kunna hävda att detta inte är tillfyllest. I nuläget, med ett svagt internationellt pristryck, borde istället de inhemska priserna drivas upp så att inflationsmålet på 2 procent uppnås. Men enligt Skingsley skulle en sådan penningpolitik strida mot själva andemeningen i den flexibla inflationsmålsregimen, nämligen att stabilisera inflationen runt målet, med beaktandet att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

Skingsley förklarade sedan sammanfattningsvis att hon delar sina kollegors syn på de ekonomiska utsikterna i utkastet till penningpolitisk rapport men att hon gör en annorlunda riskbedömning. Det har fått henne att göra en annan bedömning av behovet att förlänga obligationsköpen, och hon har dragit slutsatsen att det finns utrymme att avvakta beslut om ytterligare stimulanser.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att förklara att han delar lägesbeskrivningen i utkastet till penningpolitisk rapport. Som han ser det är dagens beslut ett slags mellanbeslut när det gäller att fortsätta på den inslagna vägen för att få upp inflationen till målet. Han stöder den nu föreslagna penningpolitiken och anser det välvägt att inte röra räntan, samt att fortsätta med och också utvidga obligationsköpen till att omfatta realobligationer. Det är också ett sätt att visa att Riksbanken har den tekniska beredskapen att utöka värdepappersköpen om det skulle behövas. Penningpolitiken förblir därmed kraftigt expansiv ytterligare en tid. Inflationen är på väg upp, men är inte riktigt "i mål" ännu. Inflationen i omvärlden är låg. Det senaste årets prisfall på olja och andra råvaror innebär att inflationen förblir låg under 2016. Men expansiv penningpolitik i flera länder bidrar till att konjunkturen förbättras och till stigande inflation. Sammantaget bedöms inflationen i omvärlden (KIX-viktat) öka från drygt 1 procent 2016 till drygt 2 procent 2017 och 2018. Utmaningen är att i närtid åstadkomma en inflationstakt som är något högre än i vår omvärld, inte minst gäller det jämfört med EMU.

Inflationen i Sverige har blivit något högre än förväntat under årets första kvartal. Men inflationen mätt med KPI har hållits tillbaka av fallande räntekostnader och är fortsatt låg. KPIF-inflationen har däremot stigit trendmässigt sedan början på 2014. Bland undergrupperna syns den tydligaste uppgången i prisökningstakten bland varu- och livsmedelspriserna. Kronförsvagningen som skedde under 2014 fram till mitten av 2015 bedöms vara en viktig orsak till uppgången. Sedan mitten av 2015 har kronan förstärkts och prisökningstakten har avtagit både i varu- och livsmedelspriserna. Samtidigt har det skett en trendmässig uppgång i de mer inhemskt bestämda tjänstepriserna, rensat för bland annat hyror, utrikes resor och skatter. Denna uppgång bedöms bero på ett stigande resursutnyttjande i den svenska ekonomin. Det visar också att den stimulerande penningpolitiken haft effekt. Samtidigt är prognosantagandet om stigande tjänstepriser väldigt viktigt eftersom en sakta apprecierande krona inte gör det möjligt att räkna med någon större inflationsimpuls via importpriserna.

Trots den starka tillväxten och ett resursutnyttjande som är nära normalt stiger inflationen långsamt under 2016. Energipriserna har fallit det senaste året och prisökningarna för importerade varor dämpas till följd av den senaste tidens förstärkning av kronan. Mot slutet av 2016 väntas KPI- och KPIF-inflationen stiga relativt snabbt. Ett skäl är att energipriserna och räntekostnaderna, som tidigare fallit, då inte längre dämpar inflationstakten lika mycket.

Det finns dock fortfarande en betydande osäkerhet på ett antal punkter. En central faktor är den låga inflationen och penningpolitiken i vår omvärld. Penningpolitiken i omvärlden har varit expansiv under en längre tid och gjorts än mer expansiv efter årsskiftet. I euroområdet beslutade ECB i mars att sänka räntan, utöka tillgångsköpsprogrammen och annonserade nya långfristiga lån till banker. I USA lämnade Federal Reserve styrräntan oförändrad i mars. Det gavs också indikationer på att räntan framöver kommer att höjas i långsammare takt än vad man räknat med tidigare.

I hög grad var detta väntade åtgärder. Ingves noterade på det förra penningpolitiska mötet att det fortfarande är viktigt att Riksbanken inte i efterhand tvingas reagera på att penningpolitiken i omvärlden blir mer expansiv. Det är betydligt svårare att i efterhand hantera ökade penningpolitiska stimulanser i omvärlden. Det bidrog till beslutet i februari att göra penningpolitiken mer expansiv. Basscenariot är en utdragen normalisering med en fortsatt mycket expansiv penningpolitik i omvärlden och det spiller naturligtvis över på en liten öppen ekonomi som den svenska.

En faktor som påverkas av bland annat omvärldens penningpolitik är räntedifferenserna mot omvärlden. Räntedifferenserna gentemot Tyskland minskade fram till mitten av 2015 och började sedan stiga igen. Exempelvis minskade räntedifferensen för 10-åriga statsobligationer till omkring noll procent vid mitten av 2015 men har sedan dess stigit till över 0,5 procent. När räntedifferensen ökat igen har kronan stärkts något gentemot andra valutor. Det bidrar till att inflationsuppgången ännu inte är på fast mark. En alltför snabb förstärkning av kronan skulle riskera att förlänga perioden med låg inflation och försvaga förtroendet för inflationsmålet.

Ingves påpekade att vi i Sverige befinner oss i ett ovanligt makroekonomiskt läge och skisserade ett scenario för att illustrera det. I detta scenario behöver ECB vidta fler åtgärder framöver för att göra penningpolitiken mer expansiv. Därtill anser sig den amerikanska centralbanken behöva avvakta ytterligare innan den penningpolitiska stimulansen reduceras. Om ett sådant scenario skulle bli verklighet, hur skulle kommunikationen av den svenska penningpolitiken se ut, frågade sig Ingves. Går det att hänvisa till att produktionsgapet är slutet och höja räntan? Det är inte alls självklart. För vad händer då med kronan? Vad händer med inflationen? Det är en ovanlig kombination vi ser framför oss med ett positivt produktionsgap i svensk ekonomi samtidigt som reporäntan fortsätter att vara negativ. Ingves sa att han i dagsläget inte har några svar på de här frågorna men noterade att dagens situation var svår att föreställa sig för 20 år sedan när inflationsmålet etablerades. Dagens "sifferkombinationer" förefaller rätt unika.

Ingves påpekade att det inte längre går att räkna med att en svagare växelkurs ska bidra till ökad inflation och att det som han redan noterat finns uppenbara risker för en starkare krona. Det är därför en helt central fråga för svensk penningpolitik att inhemsk efterfrågan verkligen fortsätter att fungera som drivkraft för inflationen. Samtidigt tar det tid innan ökad efterfrågan får fullt genomslag på inflationen. Enligt en studie finns en tidseftersläpning på knappt två år mellan ett förändrat resursutnyttjande och dess maximala effekt på inflationen.²

Det finns också ett annat mer traditionellt, monetaristiskt sätt att se på penningpolitiken genom att fokusera på penningmängden och kredittillväxten. Kreditgivningen till hushåll och företag ökar. I februari var den årliga tillväxttakten i banklån till hushåll oförändrad på 7,5 procent och penningmängden växer betydligt snabbare än BNP. Det är svårt att tänka sig att sådana ökningstal i utlåning till hushållen inte leder till att priserna på varor och tjänster stiger. Men även mellan penningmängdsökning och inflation finns förstås tidseftersläpningar.

Detta ställer samtidigt Riksbanken inför ett uppenbart dilemma eftersom huvuddelen av utlåningen går till hushållens bostadsköp, som pressar upp bostadspriserna och skuldsättningen, och inte till företagets investeringar. Tyvärr är det ett faktum att de bästa prognosvariablerna för en kommande bankkris i ett land är stigande bostadspriser och stigande skuldsättning för hushållen, påpekade Ingves. En kraftigt höjd styrränta skulle förvisso kunna bidra till att bromsa skulduppbyggnaden i hushållssektorn. Men det skulle ske till priset av en kraftig inbromsning av ekonomin, stigande arbetslöshet och ännu lägre inflation. Slutsatsen av detta är att det krävs grundläggande reformer på bostadsmarknaden, minskade incitament för hushållen att skuldsätta sig och en översyn av ramverket för makrotillsyn. Annars finns stora risker för den samhällsekonomiska stabiliteten i Sverige, enligt Ingves.

Det finns också politiska risker som kan göra att förtroendet för EU-samarbetet försvagas med återverkningar i Sverige. Det handlar exempelvis om svårigheter för EU att hantera flyktinginvandringen. En annan risk är utfallet i folkomröstningen om Storbritanniens EU-medlemskap. Det är svårt att bedöma sannolikheten för att Storbritannien lämnar EU och vilka konsekvenserna i så fall blir. Men nackdelarna skulle med stor sannolikhet visa sig vara tydliga för svensk ekonomi och internationellt samarbete. En annan uppenbar risk gäller Grekland, som ännu inte uppfyller de villkor som ställts för att uppnå programmålen. Det här är politiska risker som, som alltid, är svåra att siffrasätta men som också ökar risken för den svenska penningpolitiken.

Ingves avslutade sedan med sina slutsatser för penningpolitiken. Det senaste året har reporäntesänkningar kompletterats med köp av nominella statsobligationer och nuvarande köpprogram löper ut vid halvårsskiftet 2016. Om inflationen inte stiger som förväntat skulle detta kunna påverka förtroendet för inflationsmålet. För att säkerställa att trenden i inflationen

² Andersson, Björn, Corbo, Vesna och Mårten Löf, "Varför har inflationen varit så låg?", Penning- och valutapolitik, 2015:3.

fortsätter är det lämpligt att fortsätta med köp av värdepapper resten av året. Därmed minskar risken för att kronan stärks tidigare och snabbare än i prognosen. Det krävs fortsatt beredskap att vidta ytterligare åtgärder, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Det är möjligt att bland annat sänka reporäntan ytterligare, och att köpa mer värdepapper. Det förtjänar också att upprepas att Riksbanken är beredd att med kort varsel intervensera på valutamarknaden om kronans utveckling skulle hota inflationsuppgången.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att ställa sig bakom förslagen att hålla reporäntan oförändrad på -0,5 procent och att även låta reporäntebanan vara oförändrad. Han ställde sig också bakom förslaget att förlänga programmet för köp av statsobligationer.

Idag är BNP-tillväxten i Sverige hög. Enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport kommer tillväxten att vara klart över det historiska genomsnittet under det kommande året och vara fortsatt hög även därefter. En annan viktig observation är att världshandeln med varor efter en nedgång, som visat sig vara temporär, åter växer. Detta är mycket viktigt för en liten öppen exportberoende ekonomi som den svenska. Resursutnyttjandet i den svenska ekonomin är också normalt och förväntas bli än högre. Detta talar för att inflationen borde stiga i takt med att resursutnyttjandet ökar. En annan viktig observation är att konsumtionen av sällanköpsvaror, eller varaktiga varor, ökar. Detta tolkar Ohlsson som att hushållen tror på framtiden och förväntar sig en god ekonomisk utveckling under de kommande åren.

Trenden för inflationstakten är fortsatt stigande. Månadsmätningarna varierar på ett oregelbundet sätt och påverkas starkt av tillfälliga faktorer. Ibland är utfallen högre än förväntat, andra gånger är utfallen lägre än förväntat. Ohlsson är emellertid av den bestämda meningen att den stigande trenden är fortsatt tydlig. Det är viktigt att nå upp till inflationsmålet men det är också viktigt att inse att detta kan ta tid.

Vid den senaste mätningen i april låg den förväntade årliga inflationstakten på fem års sikt på 1,9 procent bland aktörer på penningmarknaden. Detta är nära men under inflationsmålet. Samtidigt kan vi se att inflationsförväntningarna på ett och två års sikt visserligen ligger under inflationsmålet men de är också trendmässigt stigande. Aprilsiffrorna ligger på 1,1 procent respektive 1,6 procent.

Arbetskraftsundersökningarna (AKU) för februari 2016 rapporterar en arbetslöshet på 7,6 procent (ej säsongrensad). Detta är en välkommen minskning med 0,8 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare. Arbetslösheten har alltså minskat under det senaste året, men den ligger fortfarande kvar på en för hög nivå enligt Ohlsson.

När han väger samman behovet av en mer expansiv penningpolitik med riskerna förknippade med en än kraftigare expansion, och när han ser till nackdelarna och fördelarna med de

penningpolitiska medel som står till Riksbankens förfogande, kan Ohlsson inte komma till någon annan slutsats än att reporäntan och reporäntebanan bör hållas oförändrade. Däremot anser han att köpen av statsobligationer bör fortsätta även under andra halvåret 2016. Samtidigt menar han att köptakten bör dras ner. Man kan diskutera om 45 miljarder kronor är det lämpligaste beloppet men Ohlsson var vid dagens möte inte beredd att reservera sig till förmån för ett lägre belopp.

Ohlssons bevekelsegrunder för dessa ställningstaganden är att han är övertygad om att den hittills beslutade penningpolitiken med fortsatta obligationsköp är tillräckligt expansiv. Det är viktigt att ha tålamod och att invänta effekterna av den expansiva penningpolitiken på inflationstakten.

Det finns dock hot. En alltför snabb förstärkning av kronan kan komma att hota möjligheterna att nå inflationsmålet. Visserligen har penningpolitiken inte ett mål för växelkursen men växelkursens utveckling påverkar inflationsutvecklingen. Det är Ohlssons bedömning att det finns situationer då interventioner på valutamarknaden är det bästa alternativet för att motverka en utveckling där kronan stärks alltför snabbt. Han noterade samtidigt att kronan har stärkts med nära 3,5 procent i KIX-termer från andra kvartalet 2015 fram till och med första kvartalet samtidigt som inflationen trendmässigt har rört sig mot målet.

En viktig utgångspunkt för Ohlsson är att en stigande inflation inte enbart ska komma från en försvagad krona. Som han ser det handlar det snarare om att inflationsmålet ska nås genom prisökningar som är resultatet av en ökad inhemsk aktivitetsnivå eller, med andra ord, ett ökat inhemskt resursutnyttjande.

Således anser han att det är en väl avvägd penningpolitik, med hänsyn tagen till behov av och risker med en mer expansiv penningpolitik, att i den situation som den svenska ekonomin nu befinner sig i, lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade samt att förlänga programmet för köp av statsobligationer. Han ställde sig också bakom utkastet till penningpolitisk rapport.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Han konstaterade att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Flera ledamöter förde fram risker kopplade till osäkerhet på finansmarknaderna och till konjunkturutsikterna i omvärlden. Ledamöterna noterade även att inflationen är låg i omvärlden och att flera centralbanker väntas bedriva en mycket expansiv penningpolitik.

I Sverige är resursutnyttjandet i dagsläget nära normalt, och konjunkturen väntas fortsätta att stärkas. Inflationen har de senaste månaderna blivit något högre än prognosen i februari. Men

även om prognosen för inflationen är något uppreviderad de närmaste månaderna väntas den vara lägre än målet även under 2016.

Direktionen är enig om att penningpolitiken behöver vara fortsatt mycket expansiv. Men ledamöterna har lite olika syn på om det är lämpligt att nu förlänga programmet för köp av statsobligationer.

Å ena sidan kännetecknas svensk ekonomi av en hög tillväxt och en allt starkare arbetsmarknad, och inflationen har varit högre än väntat under några månader. Ett stigande resursutnyttjande skapar också goda förutsättningar för att trenden uppåt i inflationen ska fortsätta. Detta kan tala för att inte förlänga köpen av statsobligationer.

Å andra sidan är inflationsuppgången ryckig, och har i hög grad drivits av att kronan har varit svag. En fortsatt god ekonomisk utveckling i Sverige behövs därför för att säkerställa att den uppåtgående trenden i inflationen fortsätter. Samtidigt kvarstår osäkerheten i omvärlden och flera centralbanker bedriver en mycket expansiv penningpolitik. Inflationsprognosen är därför mycket känslig för olika omvärldsfaktorer. Detta kan tala för att förlänga programmet för köp av statsobligationer för att minska risken för att kronan stärks alltför snabbt, vilket skulle leda till en svagare efterfrågan på svensk export och en lägre inflation.

En majoritet av ledamöterna ansåg att det är lämpligt att fortsätta att köpa statsobligationer för ytterligare 45 miljarder kronor under andra halvåret 2016. För att få ett brett genomslag på olika räntor bör köpen omfatta både nominella och reala statsobligationer, motsvarande 30 respektive 15 miljarder kronor. Tills vidare återinvesteras också förfall och kuponger på portföljen av både nominella och reala statsobligationer. En ledamot ansåg att penningpolitiken är tillräckligt expansiv för att inflationen ska stiga mot 2 procent, och att det därför inte är nödvändigt att förlänga köpen av statsobligationer.

Direktionen var enig om att behålla reporäntan på -0,5 procent, och precis som i februari bedöms räntan långsamt börja höjas i mitten av 2017.

Direktionen var också enig om att det är viktigt med en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om det behövs för att värna förtroendet för inflationsmålet.

§3. Beslut om den penningpolitiska rapporten och reporäntan

Direktionen beslutade

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

§4. Beslut om köp av statsobligationer

Heidi Elmér föredrog ärendet.

Direktionen beslutade enligt förslaget, protokollsbilaga B.

Vice riksbankschef Cecilia Skingsley reserverade sig mot beslutet att genomföra ytterligare obligationsköp för 45 miljarder kronor. Hon förespråkade en oförändrad penningpolitik med hänvisning till det ekonomiska läget i Sverige.

§5. Övriga beslut

Direktionen beslutade

- att torsdagen den 21 april 2016 kl. 9.30 offentliggöra den penningpolitiska rapporten och besluten under §§ 3 och 4 med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 4 maj 2016 kl. 9.30.

§§ 3 - 5 förklarades omedelbart justerade.

Vid protokollet

Sophie Brauner

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley



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