



# Penningpolitiskt protokoll

September 2016

# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 6 september beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och fortsätta att köpa statsobligationer under andra halvåret 2016 enligt den plan som beslutades i april. Först under andra halvåret 2017 bedömer direktionen att det är lämpligt att långsamt börja höja räntan. 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. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har såväl omvärldens som svensk ekonomi utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos. Återhämtningen i omvärlden fortsätter i måttlig takt med stöd av en mycket expansiv penningpolitik. Den ekonomisk-politiska osäkerheten i omvärlden är dock fortsatt stor, bland annat till följd av resultatet av den brittiska folkomröstningen om EU och svagheter i det europeiska banksystemet.

I Sverige har Riksbanken successivt sänkt reporäntan till -0,50 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer, vilket har haft ett brett genomslag och pressat ned många räntor. Detta har bidragit till en positiv utveckling i svensk ekonomi med god tillväxt, fallande arbetslöshet och en stigande inflation. Resursutnyttjandet i ekonomin stiger, vilket brukar påverka prisökningstakten med viss eftersläpning. Inflationen väntas nå 2 procent under loppet av 2017. Utsikterna för konjunkturen och inflationen i Sverige är i stort sett desamma som i juli och direktionen var enig om att det är viktigt att inflationen fortsätter närma sig målet och att förtroendet för inflationsmålet inte försvagas. Nu liksom då behövs därför en fortsatt expansiv penningpolitik.

Direktionen var enig om att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och fortsätta att köpa statsobligationer andra halvåret 2016 enligt den plan som beslutades i april. Direktionen bedömer att reporäntan kommer att börja höjas långsamt under andra halvåret 2017. Tills vidare återinvesteras förfall och kuponger på portföljen av både nominella och reala statsobligationer.

Svensk ekonomi står visserligen starkt rustad men det kan komma negativa överraskningar längs vägen. Det finns många källor till osäkerhet vad gäller inflationsprognosen, inte minst kronans utveckling. Därför var direktionen 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.

Räntorna behöver nu vara låga för att värna inflationsmålet. Men det låga ränteläget är förknippat med risker och det behövs en kombination av åtgärder inom olika politikområden för att få en långsiktig hållbar ekonomisk utveckling i Sverige. Det här gäller inte minst utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens skulder.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 6

DATUM: 2016-09-06  
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Susanne Eberstein, fullmäktiges ordförande  
Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Claes Berg  
Sophie Brauner  
Charlotta Edler  
Paul Elger  
Heidi Elmér  
Mattias Erlandsson  
Lina Jacobson (§ 1-3A)  
Jesper Johansson  
Cecilia Kahn  
Ola Melander  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Kasper Roszbach  
Maria Sjödin  
Ingvar Strid  
Lena Strömberg (§ 1-3A)  
Ulf Söderström  
Sara Tägtström  
Anders Vredin

Det antecknades att Paul Elger och Sara Tägtström skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under §§ 2 och 3.

## §1. Den ekonomiska utvecklingen

Lina Jacobsson från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Efter kraftiga rörelser vid folkomröstningen i Storbritannien har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit relativt lugn. Börserna har stigit och är på många håll på en högre nivå än före folkomröstningen. I Europa har kurserna på bankaktier stigit efter publiceringen av den europeiska bankmyndighetens (EBA:s) stresstester, starka kvartalsrapporter och vissa bankspecifika nyheter. Men nivåerna är fortfarande lägre än de som rådde före folkomröstningen. Statsobligationsräntor både i Sverige och omvärlden föll markant efter folkomröstningen och är kvar på låga nivåer. Ränteskillnaden mellan svenska och tyska statsobligationer har sjunkit något, det gäller framförallt på längre löptider. Kronan har fortsatt att försvagas efter folkomröstningen i Storbritannien. Inför dagens penningpolitiska möte förväntar sig en majoritet av analytikerna en oförändrad penningpolitik.

Mattias Erlandsson, tillförordnad biträdande chef för Avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för utkastet till penningpolitisk rapport som Avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Jämfört med när den penningpolitiska rapporten i juli publicerades konstaterade han att utvecklingen i världsekonomin i stora drag varit i linje med den bild som då tecknades. Den globala återhämtningen fortsätter, bland annat mot bakgrund av den expansiva penningpolitiken som förs. Takten i återhämtningen är måttlig, och jämfört med prognosen i juli är den globala tillväxten i stort sett oreviderad. Han kommenterade också riskbilden, och sade då att den stora ekonomisk-politiska osäkerheten kvarstår. Osäkerheten i Storbritannien har ökat efter att brittena röstat för ett EU-utträde, men det är fortsatt för tidigt att bedöma de samlade effekterna av det brittiska valresultatet. Svagheter i det europeiska banksystemet utgör ytterligare en omvärldsrisk.

Inflationen är fortsatt låg i omvärlden, men väntas stiga framöver i takt med att energipriser stiger något och resursutnyttjandet blir gradvis högre i många länder. Penningpolitiken i omvärlden bedöms bli fortsatt mycket expansiv för att stödja återhämtningen och för att få upp inflationen.

Kronan försvagades i samband med den brittiska folkomröstningen och har under sommaren fortsatt att vara svagare än väntat. Prognosen är att kronan ska stärkas gradvis och under ordnade former. Jämfört med vid julimötet är kronan i nominella termer något svagare under hela prognosperioden, men skillnaden är liten.

Tillväxten är hög i svensk ekonomi. Prognosen innebär en gradvis dämpning i tillväxten till mer uthålliga nivåer. BNP-tillväxten uppgick till 4,2 procent 2015. I år väntas tillväxten bli 3,2 procent för att därefter mattas av till 2,2 procent 2017. Nedrevideringen i år med 0,4 procentenheter sker till följd av svagare BNP-utfall än väntat andra kvartalet. Den höga tillväxten har inneburit att resursutnyttjandet stigit. Resursutnyttjandet bedöms nu vara normalt och fortsätter att stiga de

närmaste åren. Utvecklingen av resursutnyttjandet avspeglas bland annat i att arbetslösheten fortsätter att falla. Samtidigt växer hushållens skulder i snabb takt. I prognosen fortsätter hushållens skuldsättning att stiga och skuldkvoten slutar på 194 procent tredje kvartalet 2019.

Inflationen i Sverige stiger trendmässigt. Mätt med KPIF har inflationen stigit sedan början av 2014. Sedan mötet i juli har två utfall för inflationen publicerats. Det senaste utfallet avsåg juli och KPIF-inflationen var då 1,4 procent, drygt 0,1 procentenheter högre än Riksbankens prognos. Den svaga kronan har varit viktig för uppgången i inflationen de senaste åren. Denna effekt klingar av framöver i takt med att kronan istället stärks något. Den fortsatta uppgången i inflationen drivs därmed i större utsträckning av ett högre resursutnyttjande. Tecken syns redan på en sådan utveckling, exempelvis ökar tjänstepriserna allt snabbare. Ett stigande resursutnyttjande innebär att det finns förutsättningar för att denna utveckling ska fortsätta framöver. KPIF-inflationen bedöms nå 2 procent under 2017, men utvecklingen är fortsatt ryckig.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är baserade på antagandet att reporäntan hålls oförändrad på -0,50 procent på dagens penningpolitiska möte. Reporäntebanan avspeglar att det fortfarande finns möjlighet att sänka räntan ytterligare, och reporäntan bedöms börja höjas först under andra halvåret 2017. Vidare antas köpen av statsobligationer fortsätta enligt den plan som beslutades vid det penningpolitiska mötet i april.

Erlandsson noterade därefter att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 17, 23, 25 och 29 augusti. På ett möte med direktionen den 31 augusti bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Som viktiga frågor i den penningpolitiska beredningsprocessen denna gång lyfte han den ekonomisk-politiska osäkerheten i omvärlden, försvagningen av den svenska kronan under sommaren och förutsättningarna för en fortsatt uppgång i inflationen.

Det penningpolitiska beslutet i juli fattades relativt kort tid efter att britterna röstade för att lämna EU. Som en följd av valresultatet valde direktionen i juli att justera ned tillväxtprognoserna, främst för Storbritannien, men även för euroområdet och Sverige. Direktionen poängterade då den stora osäkerheten i bedömningarna. En viktig fråga i beredningsprocessen denna gång har därmed varit att följa upp hur valresultatet påverkat ekonomin i Storbritannien och andra länder. Denna analys beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den svenska kronan har i sommar varit svagare än väntat. Diskussionen har rört tänkbara förklaringar till denna utveckling.

Avslutningsvis redogjorde Erlandsson för de frågor direktionen rest och som analyserats i arbetet med inflationsprognosen. Det gäller exempelvis hur inflationen påverkas av växelkursrörelser och hur högt resursutnyttjandet i ekonomin behöver vara för att generera ett varaktigt högre inhemskt pristryck. En relaterad fråga som diskuterats är med vilken eftersläpning

resursutnyttjandet påverkar priser och löner. Flera direktionsledamöter har poängterat att det är viktigt att följa hur det inhemska pristrycket utvecklas, och då särskilt tjänstepriserna. Vidare har flera direktionsledamöter tagit upp den strukturella utvecklingen på arbetsmarknaden och därmed hur förutsättningarna ser ut för en fortsatt nedgång i arbetslösheten. Även prognosen för lönerna, samt riskerna kring denna prognos har diskuterats, vilket redovisas i en fördjupning i utkastet till den penningpolitiska rapporten. De slutsatser som dragits i diskussionerna återspeglas i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

## §2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att han som vanligt ville börja med att kommentera den aktuella inflationsbilden. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har två nya inflationsutfall tillkommit, för juni och juli. Jämfört med maj har KPIF-inflationen stigit något medan KPIF-inflationen exklusive energipriser har varit i stort sett oförändrad. I juli uppgick såväl KPIF-inflationen som KPIF-inflationen exklusive energipriser till 1,4 procent. Relateras utfallen till våra prognoser överskattade vi inflationen något i juni, medan det omvända gäller för juliutfallet. Sammantaget har dock prognosfelen varit ganska små. HIKP-inflationen kan användas för att jämföra Sverige med andra europeiska länder. I termer av detta mått uppgick den svenska inflationen i juli till drygt 1,1 procent. Det placerar Sverige på andra plats i inflationsligan i EU efter Belgien, noterade Jansson.

Sedan julimötet har det också tillkommit två nya utfall för inflationsförväntningarna, fortsatte han. Det handlar om Prosperas månadsundersökningar för penningmarknadens aktörer i juli och augusti. Den generella bilden för de två månaderna är att förväntningarna har fallit svagt, med omkring 0,1 procentenheter på samtliga tidshorisonter.<sup>1</sup> De viktiga förväntningarna på inflationen om fem år, som kan ses som ett mått på trovärdigheten för inflationsmålet, var i augusti 1,90 procent, att jämföra med 1,98 procent i juni. Jansson påpekade att detta förvisso inte är någon stor nedgång och därför inte ändrar hans tolkning att Riksbankens inflationsmål är trovärdigt. Men utvecklingstendensen går ändå åt fel håll och är lite oroande, framförallt med tanke på att ett stort antal löneavtal ska omförhandlas inom kort. Det blir mot den här bakgrunden viktigt att noga följa utvecklingen av inflationsförväntningarna framöver och säkerställa att de inte på nytt börjar falla mer trendmässigt, ansåg han.

Jansson konstaterade att det med denna hyggligt stabila inflationsbild som utgångspunkt nu inte föreslås några större revideringar av prognosen för inflationen i utkastet till penningpolitisk rapport. Bortsett från effekter på kort sikt av några utfallsjusteringar är även konjunkturutsikterna, för både Sverige och omvärlden, i stort sett desamma som i juli. Den enda prognosrevideringen som Jansson såg skäl att kort kommentera är den som föreslås för

---

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

Storbritanniens tillväxt 2017. Här är förslaget att ytterligare något revidera ned tillväxten nästa år.

Som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport är det fortfarande inte möjligt att göra någon mer precis siffrsättning av folkomröstningsresultatets effekter. Stor osäkerhet kommer att råda under lång tid, särskilt när det gäller effekterna på lite längre sikt. Det är egentligen först när Storbritannien klarat av sina olika förhandlingar med andra länder och man ser konsekvenserna av de olika alternativa lösningarna som det kommer att vara möjligt att göra en någorlunda tillförlitlig kvantifiering av de sammantagna ekonomiska effekterna, resonerade Jansson. I ljuset av detta ser han alltså inte prognosrevideringen för Storbritanniens tillväxt 2017 som något tecken på att Riksbanken nu så mycket bättre förstår betydelsen av valresultatet. Det handlar istället om att prognosen i juli gjordes mycket kort tid efter folkomröstningen. Jämfört med bedömningen då har Riksbanken idag tillgång till något mer information och har haft mer tid på sig att räkna igenom prognosens alla olika delar. Våra sammanlagda revideringar ligger väl i linje med hur andra prognosmakare, till exempel Bank of England, justerat sina bedömningar.

Jansson ställde sig med dessa kommentarer bakom prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ställde sig också bakom antagandena för penningpolitiken, inklusive den beskrivning som görs av beredskapen att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Jansson sade att han den här gången inte hade så mycket att tillägga utöver det som framförts i rapportutkastet. Det är därför ett bra tillfälle att ta upp ett par frågor som kan bli viktiga senare i höst. Den ena har med växelkursen att göra. Och den andra frågan handlar om Riksbankens köp av värdepapper.

Riksbanken har, liksom många andra bedömare, under lång tid antagit att den reala växelkursen – det vill säga relativpriset mellan utländska och inhemska varor och tjänster mätt i svenska kronor – långsiktigt ska appreciera. Att den svenska ekonomin har bättre tillväxtutsikter än omvärldens och att Sveriges bytesbalans visar stora överskott har varit viktiga argument för att underbygga detta antagande. Sverige har dock haft snabbare tillväxt än sina konkurrentländer under ganska många år utan att detta har lett till någon större appreciering av den reala växelkursen. Under kommande år väntas denna skillnad i tillväxt minska, enligt både Riksbankens och andra bedömares prognoser. Till bilden hör också att bytesbalansöverskottet varit stort under lång tid men att det sedan den finansiella krisen gradvis har minskat, från 9 procent 2007 till strax under 5 procent 2015.

Jansson menade att argumenten som talar för en framtida förstärkning av den reala växelkursen alltså på det här sättet gradvis har försvagats. En viss appreciering kan förvisso inte uteslutas, men den kanske inte blir lika stor som vi hittills tänkt oss, fortsatte han. Frågan är betydelsefull av flera skäl. Om man till exempel felaktigt utgår från en för stor appreciering av den reala växelkursen så kan en utveckling av den nominella växelkursen i linje med prognosen vara en indikation på att den svenska inflationen framöver kommer att bli lägre än väntat. Lägre inflation

är ju ett sätt att åstadkomma en svagare real växelkurs, när det inte sker via den nominella växelkursen.

Jansson sade att han visserligen inte förordar någon omedelbar justering av prognosen för den nominella kronkursen men att dessa omständigheter gör att han nu inte skulle känna sig helt bekväm med en utveckling av kronans nominella kurs i linje med Riksbankens prognos. Han påpekade också att han hoppas att marknaden inte tolkar prognosen som ett apprecieringsutrymme inom vilket det inte finns några risker för inflationsutvecklingen. Den här frågan, menade Jansson, har Riksbanken all anledning att återkomma till, helst redan i samband med arbetet med den penningpolitiska rapporten i oktober.

Han fortsatte därefter med den andra frågan, den som rör Riksbankens värdepappersköp. Det beslut direktionen fattade i april gick ju ut på att utöka köpen av värdepapper, med ytterligare 45 miljarder kronor, så att köpen uppgår till totalt 245 miljarder kronor i slutet av 2016. Jansson konstaterade att direktionen därmed inte har tagit ställning till om köpen ska fortsätta eller upphöra nästa år. Den här frågan måste direktionen förstås återkomma till under hösten, men med tanke på att spekulatioerna är igång ville han redan nu kommentera ett par saker.

Vissa har påpekat att problem med marknadslikviditet skulle göra det svårt för Riksbanken att ytterligare utöka köpen av i varje fall nominella statsobligationer. Jansson framhöll att det självklart är så att utbudet av obligationer på marknaden minskar när Riksbanken genomför sina köp. Men att så sker är inte ett problem utan just poängen med köpen, underströk han. Genom att utbudet minskar stiger priset på obligationerna och räntan faller. Problem uppstår först om marknadens funktionssätt försämras påtagligt, till exempel genom att räntorna börjar stiga på grund av premier. Dessbättre finns det i nuläget inga tecken på att en sådan utveckling skulle vara nära förestående.

En annan fråga som rests är när Riksbanken ska kunna "kapa bandet med ECB". Att helt kapa det bandet är naturligtvis inte möjligt eftersom den svenska ekonomin är liten och öppen och har mycket handel med euroländerna, sade Jansson. Riksbankens utrymme att avvika från ECB kan dock vara större eller mindre beroende på omständigheterna. Under senare år, då kopplingen mellan det inhemska efterfrågeläget och inflationen varit ganska svag och omvärldens penningpolitik mycket expansiv, har utrymmet varit klart begränsat. Även om inflationen nu stiger snabbare än tidigare finns en klar risk för att utrymmet ännu en tid kommer att vara tydligt begränsat, avslutade han.

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid dagens penningpolitiska möte och att fortsätta med obligationsköpen under hösten enligt tidigare plan. Han ställde sig även bakom utkastet till penningpolitisk rapport och de prognoser som ligger däri.



Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har huvudsakligen varit i linje med de bedömningar Riksbanken gjorde i samband med det penningpolitiska mötet i juli. Möjligen kan man säga att några av de riskbilder vi då målade upp ser aningen mindre oroande ut idag, enligt Flodén.

Flodén fortsatte med att konstatera att mötet i juli präglades av utfallet av folkomröstningen om EU-medlemskap i Storbritannien. Vid den tidpunkten rådde stor ekonomisk och politisk turbulens, med stora svängningar på aktiemarknaderna och i valutakurser. Därefter har den politiska turbulensen dämpats och den brittiska ekonomin fått stöd av en svag växelkurs och penningpolitiska lättnader. Aktiemarknaderna har nu återhämtat sig och förtroendeindikatorer som initialt föll kraftigt har vänt uppåt. Men Storbritannien, och även övriga EU, står fortfarande inför viktiga ekonomiska och politiska vägval och den enda egentliga klarhet som vi fått under de senaste två månaderna är att besluten om dessa vägval kommer att dröja. Flodén ser därför Riksbankens bedömning om en relativt kraftig inbromsning i brittisk ekonomi under nästa år som rimlig, om än fortfarande förknippad med stor osäkerhet.

De akuta synliga symtomen på problemen i den europeiska banksektorn har minskat efter direktionens möte i juli. Men de underliggande problemen finns kvar och utgör fortfarande ett orosmoment för konjunkturåterhämtningen i euroområdet. I USA har bilden av en god konjunkturutveckling som åtföljs av stigande löne- och inflationstryck förstärkts.

I Sverige, fortsatte Flodén, har inflationen blivit marginellt högre än i Riksbankens juliprognos medan de flesta realekonomiska utfall och framåtblickande förtroendeindikatorer har varit lite svagare än väntat. Bilden av att svensk ekonomi utvecklas starkt står sig ändå, och resursutnyttjandet väntas bli alltmer ansträngt det kommande året trots att BNP-tillväxten faller. Detta ger förutsättningar för att inflationen ska fortsätta att stiga.

Sammantaget är alltså bilden av den ekonomiska utvecklingen ungefär oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i juli. Flodén såg det därför som ganska självklart att direktionen vid innevarande möte skulle hålla fast vid den penningpolitiska plan som meddelats i juli. Det innebär att reporäntan väntas ligga kvar på  $-0,50$  procent fram till andra halvåret 2017 och att Riksbanken fortsätter att köpa nominella och reala statsobligationer till slutet av 2016. Flodén bedömer fortfarande att den här penningpolitiken i ett huvudscenario är tillräcklig för att den uppåtgående inflationstrenden ska bestå och för att förtroendet för inflationsmålet ska fortsätta att stärkas.

Flodén tyckte att en intressantare fråga är vilken beredskap Riksbanken har att hantera en utveckling där det svenska inflationstrycket blir svagare än i nuvarande prognos. En möjlig strategi för att hantera en sådan utveckling är att helt enkelt avvakta och hoppas på att inflationen så småningom ändå stiger till högre nivåer. Men det är inte en tilltalande strategi när inflationen redan har legat under målet under lång tid och förtroendet för inflationsmålet är skadat. En sådan passiv strategi måste ändå vägas mot alternativen, som inte heller nödvändigtvis är tilltalande. Det handlar då om att värdera de penningpolitiska verktygen och

bedöma vilka avsedda effekter och oönskade sidoeffekter verktygen ger i det läge den svenska ekonomin nu befinner sig.

Den expansiva penningpolitik Riksbanken har bedrivit under de senaste två åren har varit effektiv, sa Flodén. Den har bidragit till att inflationen och inflationsförväntningarna nu är högre och att det finns ett starkare förtroende för att Riksbanken slår vakt om och prioriterar inflationsmålet. Den högre inflationen och det starkare förtroendet ger penningpolitiken ett något större andrum idag än för ett eller två år sedan. Flodéns bedömning är ändå att såväl inflationsuppgången som förtroendet fortfarande står på bräcklig grund och behöver fortsatt stöd av en expansiv och aktiv penningpolitik.

Samtidigt, poängterade Flodén, har den alltmer expansiva penningpolitiken inneburit att användningen av, åtminstone vissa, verktyg har kommit närmare de nivåer där avsedda effekter blir svagare eller kan börja motverkas av oönskade sidoeffekter. Riksbanken utvärderar naturligtvis vilket genomslag de olika penningpoliska verktygen har fått, och försöker analysera hur ytterligare åtgärder, med samma eller andra verktyg, skulle fungera. Men den utvärderingen och analysen är en ständigt pågående process där det är svårt att blicka alltför långt in i framtiden.

Avslutningsvis ser Flodén det i den här miljön som ofrånkomligt att arbeta med relativt korta tidshorisonter och att eventuella penningpolitiska åtgärder tas i små, undersökande, steg. Det betyder att Riksbanken inte kan vara lika tydlig nu som under mer normala förhållanden om den penningpolitiska handlingsregeln, det vill säga hur penningpolitiken kommer att reagera på olika framtida utvecklingar. För Flodén betyder det att många alternativ ligger på bordet inför kommande penningpolitiska möten. Det gäller både lämpligheten i att besluta om nya expansiva penningpolitiska åtgärder om inflationstrycket bedöms bli lägre, och vilka verktyg som då skulle vara mest användbara.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ställer sig bakom beskrivningen av den ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport. Han konstaterade att endast små justeringar har gjorts jämfört med juliprognoserna. Mot den bakgrunden ansåg han det som mest lämpligt att inte ändra penningpolitikens innehåll.

I omvärlden fortsätter återhämtningen i måttlig takt ungefär som väntat. I de utvecklade länderna stöds återhämtningen av en fortsatt mycket expansiv penningpolitik. Något som då också påverkar svensk ekonomi. I euroområdet blev BNP-tillväxten litet lägre andra kvartalet än vad Riksbanken trodde i juli, men förtroendeindikatorerna för nuläget har överlag hållits uppe relativt väl efter folkomröstningen i Storbritannien. Det finns fortfarande förutsättningar för att tillväxten skall stärkas något på sikt som vi räknade med i juli, sa Ingves.

I USA har BNP-tillväxten reviderats ned något i år till följd av en svag inledning första halvåret 2016. Den orsakades dock främst av vad som bedöms vara tillfälliga effekter. På senare tid har

konjunkturen stärkts igen och tillväxten nästa år är uppreviderad. Hög inhemsk efterfrågan, ökad sysselsättning och högre tillgångspriser bidrar till en god realekonomisk utveckling i USA under de närmaste åren.

Inflationen i omvärlden har varit mycket låg under en period. Men Riksbanken räknar med att ett stigande oljepris framöver bidrar till att energipriserna, som hållit ned inflationen, kommer att bidra positivt till inflationen nästa år. Dessutom bedöms resursutnyttjandet i omvärlden stiga gradvis, vilket gör att inflationen stiger långsamt.

Ingves underströk att resultatet av folkomröstningen i Storbritannien bidrar till fortsatt osäkerhet i ett längre perspektiv. Visserligen har oron på finansiella marknader dämpats i det korta perspektivet. Och osäkerheten gäller främst hur den brittiska ekonomin ska klara sig konjunkturellt. Men i ett längre perspektiv handlar det om att införa nya regelverk med strukturella förändringar vars realekonomiska effekter är svåra att förutse. Vi kan inte utesluta att det uppkommer spridningseffekter i omvärlden som blir större på litet längre sikt, menade Ingves.

Vi kan heller inte utesluta att osäkerheten ökar i omvärlden av andra skäl, fortsatte Ingves.

Världshandeln har utvecklats svagt till följd av både tillfälliga och strukturella faktorer.

Investeringarna har exempelvis varit svaga i euroområdet, bland annat till följd av svaga banksystem och hög andel dåliga lån i flera länder. Processen för att reparera bankernas balansräkningar i euroområdet efter krisen har varit trög, vilket bidrar till fortsatta risker för den finansiella stabiliteten i Europa och svenska bankers finansieringsmöjligheter.

I Kina noteras en gradvis inbromsning av BNP-tillväxten, men den höga skuldsättningen i företagssektorn utgör en riskfaktor. Kina har under lång tid fungerat som en slags motor för handel och tillväxt i många länder och det kan bli viktigt för världsekonomin om Indien skulle kunna spela en liknande roll framöver. Det skulle i så fall kunna motverka en lite lägre tillväxt i Kina, menade Ingves.

När det gäller den svenska ekonomin har BNP-tillväxten i år reviderats ned något sedan juliprognosen. Men Riksbanken räknar fortfarande med att BNP-tillväxten normaliseras framöver efter en period med hög tillväxt. Den expansiva penningpolitiken bidrar till stark inhemsk efterfrågan. Ytterligare draghjälp kommer nästa år, givet att omvärlden återhämtar sig som väntat. Resursutnyttjandet fortsätter att stiga och blir högre än normalt under prognosperioden.

Inflationen mätt med KPIF har stigit sedan 2014 och är nu nära 1,5 procent. Han konstaterade att inflationen sedan förra mötet i juli har ökat något snabbare än Riksbanken räknat med.

Inflationen väntas gradvis stiga mot målet i takt med att det allt högre inhemska resursutnyttjandet får genomslag och att pristrycket från omvärlden tilltar. En viktig faktor, enligt Ingves, är tjänstepriserna som behöver fortsätta att öka i stadig takt. Utan en sådan ökning är det svårt att få upp inflationen, menade han. Sammantaget är inflationsprognosen marginellt

uppreviderad jämfört med förra mötet på grund av skatteeffekter. Inflationen väntas nå 2 procent under 2017 mätt med både KPI och KPIF.

Penningpolitiken i omvärlden är mycket viktig för en liten öppen ekonomi med egen valuta som den svenska, fortsatte Ingves. Just nu står penningpolitiken i omvärlden och väger och även av det skälet är dagens penningpolitiska möte vad man kan beteckna som ett mellanmöte.

Bank of England har under sommaren lagt om penningpolitiken i en än mer stimulerande riktning, vilket bidragit till att försvaga pundet och motverka nedgången i den egna ekonomin. Vi kan idag inte veta med säkerhet när penningpolitiken i USA blir mindre stimulerande eller om ECB kommer att vidta fler kvantitativa lättnader, sa Ingves. Vi måste vara beredda på att utvecklingen blir annorlunda än i huvudscenariot. Inte denna gång, men längre fram kommer vi återigen att behöva positionera oss i en ganska orolig omvärld, fortsatte han.

Ingves påpekade att vår plan för penningpolitiken har faktiskt fungerat bättre än många räknade med för några år sedan. Om Riksbanken prognoser infrias uppnås inflationsmålet nästa år. Inflationsförväntningarna har också vänt upp. Men den låga inflationen i Europa utgör en utmaning för oss, underströk han. Kommer vi att klara att hålla inflationen i Sverige i nivå med eller över inflationen i euroområdet? Tillväxtbetingelserna är av allt att döma bättre i Sverige. Det har bidragit till en ytterst ovanlig kombination av makrofinansiella variabler i Sverige. Resursutnyttjandet är nu normalt, men nästa år bedöms produktionsgapet vara positivt och sysselsättningsgraden hög samtidigt som inflationen ligger på 2 procent. Med en sådan prognos är det förstas remarkabelt att reporäntan ligger på -0,50 procent. Men i hög grad beror detta på det låga ränteläget i omvärlden, som spiller över på oss utan att vi kan påverka det, sa han. De låga räntorna globalt beror till stor del på en underliggande nedåtgående trend i realräntan. De beror också på att penningpolitiken är expansiv i omvärlden. Den kan vi inte ändra på.

Ingves övergick sedan till att diskutera kronan och inflationen. Kronan försvagades efter den brittiska folkomröstningen och har under sommaren blivit kvar på svagare nivåer. Prognosen för kronan är därför något svagare i början av prognosperioden jämfört med prognosen i juli. Kronan i konkurrensvägda termer (KIX) väntas förstärkas långsamt under prognosperioden. Han ville här betona att det är viktigt att det sker långsamt. Annars riskerar vi att få en uppförsbacke som blir för brant när det gäller att få upp inflationen, sa han. Det är dock mycket svårt att göra växelkursprognoser. Dessutom är inflationen i nuläget under målet. Det finns därför fortfarande en risk att en förstärkning av växelkursen skulle motverka den inflationsuppgång som vi räknar med ska komma. Växelkursen förblir därför en central variabel att beakta i penningpolitiken. Om räntan höjs alltför tidigt riskerar växelkursen att bli för stark för att målet ska nås i någorlunda närtid.

Det generellt låga ränteläget innebär samtidigt en risk för ökad sårbarhet i det finansiella systemet. Den svenska bostadsmarknaden är högt värderad i ett historiskt perspektiv. Höga bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning innebär risker för den ekonomiska

stabiliteten. Den expansiva penningpolitiken förutsätter att riskerna på bostadsmarknaden hanteras av andra politikområden. Finansinspektionen har vidtagit vissa åtgärder, men mer krävs för att minska riskerna. Det är angeläget att makrotillsynen och andra åtgärder begränsar hushållens skulduppbyggnad.

Ingves avslutade med sina slutsatser för penningpolitiken. För att ge fortsatt stöd åt svensk ekonomi och den stigande inflationen behövs en mycket expansiv penningpolitik. Han ställer sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent och prognosen för räntebanan oförändrad. Riksbankens köp av nominella och reala statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2016 i enlighet med vad som beslutades i april. Om det finns ett behov av att bedriva en ännu mer expansiv penningpolitik genom att till exempel utöka köpen av värdepapper efter årsskiftet 2016/17 får vi återkomma till längre fram, sa han. För sin egen del tycker han att värdepappersköpen har fungerat väl och bidragit till dagens låga ränteläge. Vi behöver under alla omständigheter ha fortsatt beredskap att vidta ytterligare åtgärder för att värna inflationsmålet, sa han. Samtidigt, under rådande förhållanden, är hushållens fortsatta skulduppbyggnad inte hållbar. I det avseendet lever vi i Sverige farligt, avslutade han.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hennes överväganden, på samma sätt som vid julibeslutet, inför mötet, till stor del handlat om att förstå konsekvenserna av att Storbritannien har för avsikt att lämna den Europeiska unionen.

Inledningsvis reagerade de finansiella marknaderna kraftigt på folkomröstningsutfallet. Ett hastigt regeringsbyte och flera stimulansbeslut från den brittiska centralbanken har därefter medfört en viss stabilitet. Ännu så länge har vi mest att förhålla oss till finansiella rörelser och förtroendeindikatorer, medan det dröjer tills det att data om den ekonomiska aktiviteten ger en bättre överblick.

Förtroendeindikatorer bland företagen har återhämtat sig. Skingsley ansåg att det var svårt att veta hur detta ska tolkas. Beror förbättringarna på Bank of Englands insatser för att stabilisera det cykliska förloppet, frågar hon sig, eller handlar det om att pundförsvagningen kompenserar vinstmässigt för osäkrare framtidsutsikter. Det är också högst oklart vilken utgångspunkt respondenterna har i förtroendemätningarna när de bedömer sin ekonomiska framtid. Är utgångspunkten att ett utträde inte blir av, eller att det ligger för långt fram i tiden för att ha någon effekt i nuläget, eller att medlemskapet antas sakna betydelse för landets ekonomiska utveckling? Hon konstaterade att det inte är lätt att veta, och att det uppenbarligen väntar ett antal år av oklarheter om de framtida ekonomiska relationerna mellan Storbritannien och resten av världen. Detta försvårar förståelsen för konsekvenserna av ett brittiskt EU-utträde.

Skingsley fortsatte med att säga att det kommer finnas flera politiska händelser under hösten med potential att åter höja volatiliteten på finansmarknaderna. Hon tänkte då på presidentvalet och valen till representanthuset och senaten i USA, samt folkomröstning i Italien om konstitutionen. Hon sa att hon dock under det här året har blivit mer optimistisk om det globala

finansiella systemets förmågor att hantera dramatiska händelser. Både vid årets början när globala utsikter reviderades ned och efter den brittiska folkomröstningen har finansmarknaderna förmått att hantera stora handelsvolymerna på kort tid. Det är kanske så att finansmarknaderna håller på att bli bättre på att absorbera chocker i samhällsekonomin istället för att förvärpa dem.

Därifrån gick hon vidare till att diskutera den svenska ekonomin. Hennes bedömning om konjunkturen i Sverige är ungefär den samma som i juli, det vill säga stark inhemsk efterfrågan, även om tillväxten dämpas successivt jämfört med 2015. Man kan sätta ett visst frågetecken för styrkan efter andra kvartalets något sämre utfall, men för henne är riskbilden för den svenska tillväxtprognosen fortsatt balanserad.

När det gäller inflationsutsikterna är det internationella pristrycket alltså svagt, och inflationstrycket är därför beroende av resursutnyttjandet i Sverige. Skingsley sa att hon tar fasta på att tjänstepriser utvecklas väl, i linje med historiskt snitt, och att det stigande resursutnyttjandet kan understödja fortsatta prisuppgångar.

Vid bedömningen av pristrycket sett över längre sikt blir arbetsmarknaden avgörande. Hon ville därför göra följande observationer. Arbetsmarknaden visar att tudelningen ökar allt mer. För inhemskt födda, i åldern 15 till 74 år, har arbetslösheten sjunkit till strax under 5 procent. Medan för utrikes födda ligger arbetslösheten kvar högt, drygt 15 procent. De här dystra siffrorna gäller redan innan de senaste årens mottagna flyktingar kommer in i arbetskraften. Skingsley konstaterade vidare att Konjunkturinstitutets mätningar visar att samtliga branscher i näringslivet nu redovisar bristtal över sina historiska genomsnitt. Totalt sett har bristtalen inte varit på dessa nivåer sedan 2007. Dessa observationer sammantaget, är enligt Skingsley tydliga tecken på behovet av reformer som underlättar också för utrikes födda att hitta jobb.

Det finns ingen penningpolitik och ingen minusränta, oavsett hur mycket minus, som ensamt kan råda bot på den höga arbetslösheten. Den samlade ekonomiska politiken behöver därför handla om reformer inom utbildningsområdet och arbetsmarknadens funktionssätt för att ta till vara den arbetskraft som idag är underutnyttjad. Med befolkningsökningen har Sverige en historisk chans att öka sitt välbefinnande, men det behöver förvaltas så att inte 2010-talet i efterhand kallas de förlorade möjligheternas decennium.

Riksbankens löneprognoser bygger på förväntningar om konjunkturläget och hur lönerna normalt brukar utvecklas under liknande förlopp. Skulle insatser göras som får utrikesfödda att snabbare komma ut på arbetsmarknaden är det i så fall en förändring som penningpolitiken kan reagera på.

Avslutningsvis ville Skingsley säga några ord om den penningpolitiska strategin framåt. Sedan Riksbanken först sänkte reporäntan till negativ nivå och påbörjade obligationsköp i februari 2015 har inflationen gradvis kommit närmare 2-procentsmålet. Det var en nödvändig politik för att visa att inflationsmålet är värt att försvara som ett ankare i samhällsekonomin. I det dåvarande läget

var det viktigt för Sverige att inte avvika för mycket från omvärldens penningpolitik, med risken att då få en okontrollerad kronförstärkning som hade försämrat den svenska återhämtningen.

Nu är läget bättre i Sverige, fortsatte hon, medan tillväxtutsikterna är fortsatt dämpade för euroländerna och det sannolikt kommer finnas fortsatta behov av penningpolitiska stimulanser i euroområdet under lång tid. Det här aktualiserar frågan om en liten, öppen ekonomi som Sverige kan avvika penningpolitiskt och i så fall hur mycket. Skingsleys utgångspunkt i att bedöma det handlingsutrymmet är att teorin om det så kallade trilemmat gäller, det vill säga att ett land har utrymme för båda autonom penningpolitik och öppna kapitalmarknader, under förutsättning att växelkursen är rörlig, såsom i Sverige.<sup>2</sup> Hon vidareutvecklade resonemanget med att säga att penningpolitiken nu, jämfört med under exempelvis 2015, kan bedrivas med fler frihetsgrader gentemot den som förs av andra centralbanker då svenska inflationsförväntningar åter stigit mot målet. Riksbanken räknar med en gradvis förstärkning av kronan under prognosperioden, och Skingsleys bedömning är att ekonomin kommer fortsätta att utvecklas väl med ett sådant växelkursförlopp.

Skulle det uppstå substantiella prognosrevideringar, antingen i omvärlden eller för den svenska ekonomin, kan det innebära behov av ytterligare penningpolitiska stimulanser. Men i nuläget förefaller det inte vara aktuellt, enligt henne.

Skingsley avslutade med att säga att hon ställer sig bakom prognoserna och förslaget till penningpolitik i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** ställer sig bakom bedömningen i utkastet till den penningpolitiska rapporten vad gäller utvecklingen i Sverige och omvärlden. Hon ställer sig också bakom förslaget att låta penningpolitiken vara oförändrad med en reporänta på -0,50 procent och fortsatta köp av statsobligationer enligt det program Riksbanken beslutade om i april.

af Jochnick började med att konstatera att utvecklingen i omvärlden fortsätter förbättras i måttlig takt. Mycket talar för att global tillväxt i år blir något lägre än i Riksbankens bedömning i juli, men därefter är prognosen i stort sett oförändrad. Den globala inflationsutvecklingen är svag, vilket gör att många centralbanker fortsatt kommer att driva en mycket expansiv penningpolitik.

Hon konstaterade att osäkerheten omkring omvärldsutvecklingen fortsätter.

Statistik för USA har de senaste månaderna visat på en relativt starkt ekonomisk utveckling och marknadens förväntningar på Federal Reserve att höja räntan i år har stärkts. Förra veckans svaga utfall i inköpschefsindex och sämre arbetsmarknadssiffror än väntat kan möjligen tyda på att tillväxten inte utvecklas så starkt som Riksbanken räknar med andra halvåret, sa hon.

---

<sup>2</sup> Ett längre resonemang återfinns i

[http://www.riksbank.se/Documents/Tal/Skingsley/2016/tal\\_skingsley\\_160519\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Tal/Skingsley/2016/tal_skingsley_160519_sve.pdf)

Vad gäller Europa så är det en rad osäkerheter som kan påverka utvecklingen det kommande året. Hon pekade här på politiska risker i kölvattnet av folkomröstningen i Storbritannien och val i flera länder som skapar oro för framtiden.

Resultatet av den brittiska folkomröstningen har ännu inte satt några starka avtryck i makrostatistiken för Storbritannien. Det vi kan notera är att förtroendeindikatorer ger en blandad bild av utvecklingen i Storbritannien men att det i övrigt är svårt att se några tydliga effekter av folkomröstningen, sa af Jochnick. Försvagningen av pundet och expansiv finans- och penningpolitik bidrar till att motverka de pessimistiska strömningarna efter folkomröstningen. Det är först när vi börjar se resultat av förhandlingarna om utträde ur EU, och effekterna av britternas eget reformarbete blir tydligt, som en bättre bedömning av effekterna kan göras.

Problemen i den europeiska banksektorn tynger euroområdet och är en hämsko på den ekonomiska utvecklingen. Även om resultatet i den europeiska banktillsynsmyndighetens (EBA:s) stresstester mottogs väl av marknaderna är det uppenbart att banker i flera länder lider av dålig lönsamhet och en hög andel dåliga lån, framhöll af Jochnick.

För svenskt vidkommande är prognosen för BNP-tillväxten något nedreviderad innevarande år. Under första halvåret utvecklades både exporten och slutlig inhemsk efterfrågan svagare än Riksbanken tidigare räknat med. Den svaga världshandeln har bidragit till att exporten dämpats. Exportorderingsgången tyder på att exporten växer litet långsammare än det historiska genomsnittet under den närmaste tiden. Men i takt med att konjunkturen i omvärlden väntas stärkas nästa år bedöms exporten öka snabbare.

Hushållen är mindre optimistiska än företagen och i augusti föll konsumentförtroendet ytterligare. Konsumtionen väntas öka i måttlig takt de närmaste kvartalen. Samtidigt har hushållens reallöner utvecklats starkt och hushållens förmögenheter i form av framförallt bostäder har ökat. Den expansiva penningpolitiken bidrar också till en stark inhemsk efterfrågan framöver. Konsumtionen väntas därför sammantaget öka i en, historiskt sett, god takt de kommande åren.

Hög produktion och ett resursutnyttjande som nu är nära normalt och sedan ökar under prognosperioden innebär att sysselsättningen stiger och arbetslösheten minskar, fortsatte hon. Läget på arbetsmarknaden får därför anses vara gott eftersom fler kommer i jobb och jobbchanserna ökar.

af Jochnick ville dock, precis som Skingsley tidigare gjort, lyfta att det finns bakomliggande problem som ställer krav på åtgärder och reformer för att inte skapa problem längre fram. Dels har arbetslösheten för gruppen utomeuropeiskt födda ökat markant de senaste åren. Sannolikheten är stor att denna utveckling fortsätter och att siffrorna ökar betydligt när de senaste årens höga invandring kommer in i arbetsmarknadssiffrorna. Dels är det allt fler företag



som talar om svårigheter att hitta rätt kompetens. Rekryteringstiderna ökar och andelen företag som anger brist på arbetskraft har stigit till relativt hög nivå.

Inflationen mätt med KPIF ligger nu nära 1,5 procent, vilket jämfört med andra länder är förhållandevis högt. Trots fortsatt osäkerhet om en rad omvärldsfaktorer talar ändå mycket för att inflationen i Sverige fortsätter att öka och når 2 procent under 2017.

af Jochnick underströk att det är viktigt att fortsatt värna inflationsmålet och ha hög beredskap för bakslag som kan kräva ytterligare penningpolitiska stimulanser. Viktigt framöver är att inflationsförväntningarna på lite längre sikt verkligen stabiliseras runt 2 procent. Av avgörande betydelse för en sådan utveckling är sannolikt att inflationsmålet fortsatt kan fungera som utgångspunkt för arbetsmarknadens parter i löneförhandlingarna. Mot bakgrund av att inflationen nu närmar sig målet och resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms fortsätta stiga, samtidigt som brist på arbetskraft nu syns i vissa sektorer, borde det finnas förutsättningar för en utveckling mot mer normala löneökningar, menade hon.

Slutligen ville af Jochnick kommentera utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning. IMF presenterade förra veckan sina slutsatser från den senaste utvärderingen av den svenska finansiella sektorn (Financial Sector Assessment Program) och de pekade återigen på behovet av ytterligare åtgärder för att minska obalanserna på bostadsmarknaden och behovet av att begränsa hushållens skuldsättning.

Ökningstakten för bostadspriserna verkar ha avtagit något, men är fortfarande hög. Det är bra att byggandet av nya bostäder har ökat snabbt och nu ligger på den högsta nivån på 20 år. Byggandet skulle behöva fortsätta i denna takt flera år framöver för att tillgodose behovet av nya bostäder. Tyvärr ser det dock ut som att tillväxten i bostadsinvesteringarna minskar framöver, bland annat till följd av kapacitetsbegränsningar. Detta innebär att det kommer att finnas fortsatta obalanser på bostadsmarknaden, vilket riskerar driva på prisökningarna.

Med växande obalanser på bostadsmarknaden och ökande skuldsättning i hushållssektorn ökar riskerna för ekonomin längre fram. Penningpolitiken behöver under flera år vara expansiv för att ge stöd åt svensk ekonomi. Det förutsätter att andra politikområden bidrar till att hålla tillbaka skulduppbyggnad och prisökningar på bostadsmarknaden.

En långsiktigt hållbar utveckling ställer därför stora krav på bostads- och skattepolitiken liksom makrotillsynen att pröva väl avvägda åtgärder som sammantaget bidrar till en stabil utveckling för svensk ekonomi, avslutade af Jochnick.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslagen att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och att även hålla reporäntebanan i princip oförändrad. Vidare anser han att tillgångsköpen bör fortsätta enligt tidigare beslutad plan.

Han ville kommentera ett antal viktiga ekonomiska indikatorer. För det första är trenden för inflationen fortsatt stigande. Månadsmätningarna påverkas starkt av tillfälliga faktorer. Detta gör att mätningarna varierar på ett oregelbundet sätt. Vissa månader är utfallen högre än förväntat, andra månader är utfallen lägre. Den stigande trenden är dock fortsatt tydlig. Vid julimätningen låg KPIF på en årlig ökningstakt om 1,4 procent. Inflationsmålet är ett fundament i den ekonomiska politiken. Det är viktigt att nå målet för penningpolitikens trovärdighet.

Den andra indikatorn är inflationsförväntningarna. Vid den senaste mätningen som publicerades i augusti låg den förväntade årliga inflationstakten på fem års sikt på 1,9 procent bland aktörer på penningmarknaden. Det är tillfredställande att dessa förväntningar nu i princip är tillbaka på inflationsmålet, menade han. Samtidigt kan vi också se att inflationsförväntningarna på ett och två års sikt är trendmässigt stigande men fortfarande ligger under inflationsmålet.

För det tredje är BNP-tillväxten i Sverige nu snabb. Visserligen har det skett en dämpning under innevarande år enligt det senaste kvartalsutfallet. Men den kalenderkorrigerade tillväxten kommer att ligga på kring 2,5 procent årligen under 2017 och 2018 enligt prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

För det fjärde redovisade Arbetskraftsundersökningarna (AKU) för juli 2016 en arbetslöshet på 6,3 procent (ej säsongrensad). Detta innebär en fortsatt trendmässig minskning av arbetslösheten, vilket är välkommet. Arbetslösheten ligger dock enligt Ohlssons mening fortfarande på en för hög nivå. Bilden är dock splittrad med stora skillnader mellan olika grupper. Utrikes födda har betydligt svårare på arbetsmarknaden än inrikes födda. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. Andelen öppet arbetslösa a-kassemedlemmar låg i juli på kring 2,5 procent. Denna andel har visserligen minskat under året, men endast marginellt. Nivån idag är densamma som före finanskrisen.

Ohlssons slutsats från dessa indikatorer är att det samlade resursutnyttjandet i den svenska ekonomin nu är uppe på normala nivåer och förväntas bli än högre de kommande åren. Inflationen bör stiga i takt med att resursutnyttjandet ökar.

Vid det penningpolitiska mötet i juli sa Ohlsson att det fanns ett antal indikatorer som enligt honom sammantagna skulle tala för att penningpolitiken skulle kunna bli något mindre expansiv. Men utfallet av den brittiska folkomröstningen om medlemskapet i den Europeiska unionen ledde initialt till störningar och osäkerhet. Detta talade då mot en förändring i något mindre expansiv riktning.

De värsta katastrofscenarierna efter den brittiska omröstningen har ännu så länge kommit på skam, sa Ohlsson. Men hans bedömning är även fortsatt att det brittiska utträdet kommer att

leda till permanent negativa effekter för den brittiska ekonomin. Britternas reala köpkraft kommer helt enkelt långsiktigt gå ned. Däremot menar han att effekterna för övriga ekonomier kommer vara mer temporära. Initialt var reaktionerna kraftigt negativa på de finansiella marknaderna, men därefter kan det noteras återgångar på många tillgångsmarknader.

De indikatorer som i juli talade för att penningpolitiken skulle kunna bli något mindre expansiv kvarstår. Samtidigt anser han att en sådan förändring ännu inte kan vara aktuell. Det finns goda skäl att vänta ännu ett tag. Han anser därför att reporäntan nu bör hållas oförändrad. Vidare anser han att den tidigare beslutade reporäntebanan, med första höjningar under andra halvåret 2017, också bör hållas oförändrad. Tillgångsköpen bör fortsätta enligt tidigare beslutad plan. Slutligen ställer han sig bakom utkastet till penningpolitisk rapport.

### §3. Diskussion

Vice riksbankschef **Martin Flodén** ville kommentera kopplingen mellan Riksbankens penningpolitik och omvärldens. Det är ju en fråga som vi själva ofta återkommer till och som flera varit inne på tidigare i dagens diskussion, men också något som ofta diskuteras av bedömare utanför Riksbanken, sa Flodén. Den här kopplingen beskrivs på olika sätt, till exempel som att Riksbankens handlingsfrihet är begränsad och ibland som att Riksbanken inte kan bedriva en självständig penningpolitik. Sådana beskrivningar är kanske inte felaktiga, men Flodén tycker att det behövs lite mer perspektiv på den här diskussionen.

Till att börja med medför den globaliserade världsekonomin och finansmarknaden att alla centralbanker behöver ta hänsyn till omvärldsutvecklingar. Det är tydligt att även centralbankerna i de största ekonomierna påverkas av att den penningpolitik som förs i andra länder så att säga spiller över från en ekonomi till en annan, främst via växelkursen.

Men centralbankerna påverkas inte enbart av den penningpolitik som förs i andra länder utan också av utländska konjunktur- och strukturutvecklingar. Till exempel medför vanligen en svag konjunkturutveckling i euroområdet, som är den i särklass största svenska exportmarknaden, att både ECB och Riksbanken behöver föra en expansiv penningpolitik oavsett vilken penningpolitik den andra centralbanken väljer att bedriva.

Ännu tydligare blir den här samvariationen mellan olika länders penningpolitik, menade Flodén, när strukturförändringar medför att de underliggande, så kallade naturliga, räntorna ändras. Den naturliga räntan är en av byggklossarna bakom den styrränta som en centralbank sätter, och mycket tyder på att de naturliga räntorna samvarierar kraftigt mellan länder. Det är inte förvånande eftersom kapital kan röra sig tämligen fritt mellan de utvecklade ekonomierna, och på så sätt i viss utsträckning utjämna den förväntade avkastningen på kapital. Samvariationen syns till exempel för utvecklingen på kort- och långsiktiga realräntor i bilder som Riksbanken och

andra ofta har presenterat och hänvisat till, och den bekräftas även i studier som skattar de naturliga räntorna med empiriska metoder.<sup>3</sup>

Att penningpolitiken samvarierar mellan olika centralbanker beror alltså till stor del på att ekonomierna påverkas av samma konjunktur- och strukturutvecklingar, sa Flodén. Men det finns förstås också landspecifika utvecklingar som medför att penningpolitiken inte bör vara identisk i de olika länderna. Konjunkturerna är långt ifrån perfekt synkroniserade mellan länder, och inte heller utvecklingen för inflationsförväntningarna eller förtroendet för de penningpolitiska målen behöver gå hand-i-hand. Det här syns i Riksbankens nuvarande penningpolitik. Det svenska resursutnyttjandet är betydligt högre än i euroområdet och inflationen är tydligare på väg uppåt. Det har därför varit möjligt för Riksbanken att sänka takten i tillgångsköpen samtidigt som ECB har ökat takten i sina köp. Och såväl vår reporäntebana som marknadens förväntningar indikerar att vi kan börja höja styrräntan långt tidigare än ECB, sa han.

Därmed inte sagt att vi kommer att bedriva en helt annan penningpolitik än andra centralbanker, påpekade han. Reporäntan kommer sannolikt att förbli låg och endast kunna höjas långsamt framöver så länge de underliggande internationella realräntorna är låga och ECB:s styrränta dessutom är negativ, avslutade Flodén.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ville i anslutning till Flodéns inlägg påminna om att idén om den naturliga räntan inte är ett nytt begrepp utan lanserades redan för över 100 år sedan av svensken Knut Wicksell, som också var rådgivare till riksbankschefen under en period.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** ville göra ett par kommentarer inför den kommande avtalsrörelsen. Det finns en fördjupning om avtalsrörelsen i den aktuella penningpolitiska rapporten. I fördjupningen finns några förtjänstfulla och varsamma formuleringar som är viktiga att lyfta fram, sa han.

Riksbanken gör prognoser för de totala löneökningarna i den svenska ekonomin. Detta är en nödvändig del i en samlad prognos för den svenska ekonomin, annars skulle delarna inte hålla samman. Men Ohlsson ville understryka att det är viktigt att detta handlar om löneprognoiser, inte lönerrekommendationer. I den svenska modellen förhandlar parterna på arbetsmarknaden om lönerna medan Riksbanken sköter penningpolitiken. Så har det varit, och så bör det vara även i framtiden.

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. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har såväl

---

<sup>3</sup> Se Armelius, H., P. Bonomolo, M. Lindskog, J. Rådahl, I. Strid och K. Walentin (2014), "Lägre neutral ränta i Sverige?", Ekonomisk kommentar nr. 8 2014; King, M. och D. Low (2014), "Measuring the 'World' Real Interest Rate", NBER Working Paper 19887; och Holston, K., T. Laubach och J. C. Williams (2016), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2016-11.

omvärldens som svensk ekonomi utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos. Återhämtningen i omvärlden fortsätter i måttlig takt med stöd av en mycket expansiv penningpolitik. Den ekonomisk-politiska osäkerheten i omvärlden är dock fortsatt stor, bland annat till följd av resultatet av den brittiska folkomröstningen om EU och svagheterna i det europeiska banksystemet.

I Sverige har Riksbanken successivt sänkt reporäntan till -0,50 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer, vilket har haft ett brett genomslag och pressat ned många räntor. Detta har bidragit till en positiv utveckling i svensk ekonomi med god tillväxt, fallande arbetslöshet och en stigande inflation. Resursutnyttjandet i ekonomin stiger, vilket brukar påverka prisökningstakten med viss eftersläpning. Inflationen väntas nå 2 procent under loppet av 2017. Utsikterna för konjunkturen och inflationen i Sverige är i stort sett desamma som i juli och direktionen var enig om att det är viktigt att inflationen fortsätter närma sig målet och att förtroendet för inflationsmålet inte försvagas. Nu liksom då behövs därför en fortsatt expansiv penningpolitik.

Direktionen var enig om att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och fortsätta att köpa statsobligationer andra halvåret 2016 enligt den plan som beslutades i april. Direktionen bedömer att reporäntan kommer att börja höjas långsamt under andra halvåret 2017. Tills vidare återinvesteras förfall och kuponger på portföljen av både nominella och reala statsobligationer.

Svensk ekonomi står visserligen starkt rustad men det kan komma negativa överraskningar längs vägen. Det finns många källor till osäkerhet vad gäller inflationsprognosen, inte minst kronans utveckling. Därför var direktionen 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.

Räntorna behöver nu vara låga för att värna inflationsmålet. Men det låga ränteläget är förknippat med risker och det behövs en kombination av åtgärder inom olika politikområden för att få en långsiktigt hållbar ekonomisk utveckling i Sverige. Det här gäller inte minst utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens skulder.

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

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A, samt
- att behålla reporäntan på –0,50 procent,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten och räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 7 september 2016 kl 9:30, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 21 september 2016 kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Sophie Brauner

Justeras:

Stefan Ingves

Martin Flodén

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Henry Ohlsson

Cecilia Skingsley





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