



Penningpolitiskt protokoll

Oktober 2016

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 26 oktober lämnade direktionen reporäntan oförändrad på –0,50 procent och bedömde att reporäntan behöver hållas på denna nivå ett halvår längre jämfört med prognosen från september. Sannolikheten att räntan sänks ytterligare har ökat. Köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2016 så som beslutades i april. Inför det penningpolitiska mötet i december står direktionen redo att förlänga köpen av statsobligationer.

Vid mötet konstaterades att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i den penningpolitiska rapporten. Sedan det penningpolitiska mötet i september har den realekonomiska utvecklingen i både omvärlden och Sverige i stort sett varit i linje med Riksbankens prognoser. Återhämtningen i omvärlden fortsätter i en ganska måttlig takt och inflationen stiger från en låg nivå, understödd av en mycket expansiv penningpolitik.

Omvärldsutvecklingen är dock fortsatt kantad av osäkerhet.

Penningpolitiken har bidragit till en stark svensk konjunktur och att inflationen och inflationsförväntningarna stigit. Förutsättningarna för en fortsatt stigande inflation finns på plats. Men de senaste månadernas svaga inflationsutfall illustrerar osäkerheten kring hur snabbt inflationen kommer att stiga. Riksbanken tror nu att det tar längre tid för inflationen att nå 2 procent. Inflationsuppgången behöver därför fortsatt kraftfullt stöd.

Direktionen var enig om att nu hålla reporäntan oförändrad på –0,50 procent och bedömde att räntan behöver vara kvar på denna nivå ett halvår längre jämfört med bedömningen i september. Sannolikheten för att reporäntan kan komma att sänkas ytterligare har också ökat.

Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer andra halvåret 2016 enligt den plan som direktionen beslutade om i april. Tills vidare återinvesterar Riksbanken också förfall och kupongbetalningar på innehavet i statsobligationsportföljen. Inför det penningpolitiska mötet i december är direktionen dessutom redo att förlänga obligationsköpen men eftersom nuvarande program löper på till årsskiftet finns möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka beslutet.

Vid mötet diskuterades även den senaste tidens inflationsutveckling. Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation berördes också. Det konstaterades att svensk ekonomi står bättre rustad nu jämfört med för ett år sedan, med starkare konjunktur, högre inflation och inflationsförväntningar nära 2 procent. Men Sverige är en liten öppen ekonomi och därför måste vi samtidigt förhålla oss till vad som händer i vår omvärld. Skeenden där kan leda till att penningpolitiken behöver anpassas för att säkra inflationsuppgången. Vidare framfördes oro över hushållens växande skuldsättning och det påtalades att det finns fortsatt behov av att kombinera åtgärder inom olika politikområden för att få en långsiktigt hållbar ekonomisk utveckling i Sverige. Därutöver kommenterades på olika sätt aspekter på penningpolitikens utformning.



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

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 7

DATUM: 2016-10-26

MÖTESTID: 09:00

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

Michael Lundholm, fullmäktiges vice ordförande

Mattias Ankarhem
Sophie Brauner
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Kerstin Hallsten
Lina Jacobson (§ 1)
Jesper Johansson
Ola Melander
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Henrik Siverbo
Maria Sjödin
Ingvar Strid
Ulf Söderström
Anders Vredin

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Henrik Siverbo skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Lina Jacobson från Avdelningen för marknader inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling. Det har varit förhållandevis lugnt på de finansiella marknaderna. Börserna har utvecklats svagt positivt. Bolag i USA uppvisar till stor del bättre resultat än vad marknadsaktörer förväntat. Även råvarupriserna har ökat något, främst på grund av högre oljepriser. Statsobligationsräntor både i Sverige och omvärlden föll tydligt efter folkomröstningen om EU-utträde i Storbritannien och har i flera länder legat kvar på lägre nivåer. I Storbritannien har dock räntorna stigit markant efter uttalanden från premiärminister May som indikerar hårdare positioner i förhandlingarna om ett utträde. Även om ECB:s penningpolitiska besked den 20 oktober inte fick några stora initiala reaktioner så har räntorna i Sverige och Tyskland sjunkit tillbaka något sedan dess. För svensk del så har kronan fortsatt att försvagas de senaste veckorna. Inför dagens penningpolitiska möte förväntar sig en majoritet av analytikerna en annonsering av utökade obligationsköp.

Marianne Nessén, 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. Hon konstaterade att utvecklingen i världsekonomin i stora drag har varit i linje med den bild som tecknades i den penningpolitiska rapporten i september. Tillväxtprognosen för omvärlden är i stort sett oförändrad. Liksom i tidigare bedömningar väntas en fortsatt måttlig återhämtning i omvärlden med en tillväxt strax över 2 procent de närmaste åren.

Inflationen är fortsatt låg i omvärlden, men väntas stiga framöver i takt med något högre energipriser och högre resursutnyttjande i många länder. Penningpolitiken i omvärlden bedöms fortsatt vara mycket expansiv för att stödja återhämtningen och för att få upp inflationen. För euroområdet finns förväntningar att ECB inte helt upphör med obligationsköpen efter att nuvarande tillgångsköpsprogram löper ut i mars 2017.

Avseende riskbilden så kvarstår den omfattande ekonomisk-politiska osäkerheten. Det råder fortsatt stor osäkerhet om hur Storbritanniens utträde ur EU ska gå till. Och nationella val och folkomröstningar skapar också oro om den fortsatta politiska inriktningen. Svagheter i det europeiska banksystemet utgör ytterligare en omvärldsrisk.

Kronan har försvagats kontinuerligt sedan den brittiska folkomröstningen. Ingen enskild faktor förklarar den svagare kronan, men det kan delvis bero på nya placeringsmönster bland investerare. Prognosen är att kronan ska stärkas gradvis och under ordnade former. En starkare krona motiveras av bytesbalansöverskott och en god ekonomisk utveckling. Jämfört med det penningpolitiska mötet i september är kronan svagare under hela prognosperioden.

Efter en mycket stark tillväxt i svensk ekonomi under 2015 väntas en gradvis dämpning till mer normala nivåer. BNP-tillväxten uppgick till 4,1 procent 2015. I år väntas tillväxten bli 3,3 procent

för att därefter mattas av till 2,0 procent 2017. Den höga tillväxten har inneburit att resursutnyttjandet stigit. Det bedöms nu vara normalt och fortsätter att stiga de närmaste åren. Utvecklingen av resursutnyttjandet avspeglas bland annat i att arbetslösheten fallit under en längre tid. Utvecklingen har dock bromsats något den senaste tiden. Arbetslösheten väntas fortsätta sjunka framöver för att därefter åter stiga i takt med att nyanlända i större utsträckning kommer in i arbetskraften.

Hushållens skulder växer i snabb takt. I prognosen fortsätter hushållens skuldsättning att stiga och skuldkvoten slutar på 192 procent fjärde kvartalet 2019.

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har två nya inflationsutfall publicerats. Det senaste avser september då KPIF-inflationen uppmättes till 1,2 procent, vilket var oväntat lågt. Det var framförallt tjänstepriser som blev lägre än väntat. Tjänstepriser är normalt trögrörliga och den lägre inflationen bedöms därför bestå under en tid framöver. På sikt innebär ett stigande resursutnyttjande samt gradvis högre inflation i omvärlden att inflationen fortsätter att stiga. KPIF-inflationen bedöms nå 2 procent under 2018.

Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport är baserade på antagandet att reporäntan hålls oförändrad på -0,50 procent och att reporäntebanan förskjuts så att reporäntan höjs först i början av 2018. Höjningarna bedöms därefter ske i långsam takt. Reporäntebanan indikerar också en större sannolikhet än tidigare att reporäntan sänks ytterligare. Vidare antas köpen av statsobligationer fortsätta enligt den plan som beslutades vid det penningpolitiska mötet i april. Prognoserna speglar även en sannolikhet för att direktionen vid det penningpolitiska mötet i december fattar beslut om fortsatta obligationsköp.

Nessén noterade därefter att prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport diskuterats av direktionen vid möten den 5, 12, 14 och 17 oktober. På ett möte med direktionen den 19 oktober bordlades utkastet till penningpolitisk rapport.

Som viktiga frågor i den penningpolitiska beredningsprocessen denna gång lyftes inflationsutfallen de senaste månaderna, försvagningen av den svenska kronan samt den ekonomisk-politiska osäkerheten i omvärlden.

Till följd av de svaga inflationsutfallen de senaste månaderna har en viktig fråga i beredningsprocessen varit hur den oväntat svaga utvecklingen ska tolkas och hur den påverkar prognosen framöver. Även sambandet mellan resursutnyttjande och inflation har diskuterats. Nya analyser av detta redovisas i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den svenska kronan har varit svagare än prognos under senare tid. I beredningen har olika tänkbara förklaringar till denna utveckling diskuterats, och vilken betydelse den har för inflationsutvecklingen. Frågan om den långsiktiga reala växelkursen har lyfts, liksom kopplingen till såväl handels- som bytesbalansen.

Avdelningen för penningpolitik fortsätter att analysera frågor kring den låga inflationen, sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen samt den reala växelkursens utveckling på längre sikt och kommer löpande att avrapportera resultat från dessa analyser.

Osäkerheten om omvärldsutvecklingen är stor och i beredningsprocessen har också diskuterats politisk osäkerhet och hur finansiella marknader ökat fokus på politiska händelser, däribland presidentvalet i USA och kommande parlamentsval i Tyskland och Frankrike. Penningpolitiken i omvärlden har också varit och kommer fortsättningsvis att vara i fokus, där kommande besked från Federal Reserve och ECB blir viktiga för Sverige i egenskap av liten öppen ekonomi.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid dagens penningpolitiska möte och att avvakta med beslut om hur en eventuell förlängning av obligationsköpen efter årsskiftet ska utformas. Han ställde sig även bakom utkastet till penningpolitisk rapport.

Den för penningpolitiken viktigaste utvecklingen efter direktionens septembermöte är förstås att inflationsutfallen för augusti och september blev betydligt lägre än vad Riksbanken och andra prognosmakare hade förväntat, konstaterade Flodén. Tyvärr är det inte mycket som tyder på att den överraskande låga inflationen orsakats av tillfälliga faktorer, sade han, utan det verkar som att det underliggande inflationstrycket kommer att bli lägre än väntat även under en tid framöver. Mätt med KPIF exklusive energi steg den underliggande inflationen från 0,7 procent i genomsnitt under 2014 till 1,4 procent under förra året. Med Riksbankens nya prognos väntas denna inflation ligga kvar på 1,4 procent både i år och nästa år.

Flodén poängterade att det nu är viktigt att bedöma hur sannolikt det är att inflationen på sikt ändå fortsätter att stiga och vilka eventuella penningpolitiska reaktioner som är lämpliga för att understödja en fortsatt inflationsuppgång. Kortfattat är den senaste tidens utveckling oroande men inte alarmerande, ansåg han. Med tanke på det läge penningpolitiken redan befinner sig i menade Flodén att den mest lämpliga reaktionen vid dagens penningpolitiska möte är att inte röra reporäntan men att vara inställd på att ett beslut om fortsatta köp av statsobligationer förmodligen behöver fattas i december. Han utvecklade därefter sina tankar kring detta.

Det är förstås oroande att prognosen för den underliggande inflationen revideras ner ganska kraftigt. Den uppåtgående trenden verkar ha planat ut, och det väntas nu ta nästan ett år innan inflationen åter börjar stiga. Risker är att den ännu längre tiden med svagt inflationstryck gör att inflationsmålets trovärdighet urholkas och att det blir ännu svårare att verkligen få inflationen att på sikt fortsätta uppåt, ansåg Flodén.

Den här oron mildras dock av flera faktorer, fortsatte han. För det första har inflationsförväntningarna stigit påtagligt de senaste åren. Om förväntningarna kan hållas kvar på

den här nivån blir det lättare för inflationen att stiga. För det andra hålls den faktiska inflationen, mätt till exempel med KPIF, uppe på hyggliga nivåer av att energipriserna har vänt uppåt den senaste tiden. Med stigande faktisk inflation blir det lättare att hålla kvar inflationsförväntningarna på nuvarande nivå och att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Och för det tredje utvecklas den svenska ekonomin fortfarande väl, med god tillväxt och ett fortsatt stigande resursutnyttjande, något som förstås också bidrar till högre inflation framöver. Med allt detta i beaktande sade Flodén att han alltså ser den senaste tidens svaga inflationsutveckling som oroande men inte alarmerande.

Vilka eventuella penningpolitiska reaktioner är då lämpliga för att hantera de senaste månadernas svaga inflationsutveckling? Reporäntan är nu $-0,50$ procent. Det syns inga tydliga tecken på att den här räntenivån har medfört påtagliga problem för marknadens funktionssätt, men det verkar också som att Riksbankens två senaste räntesänkningar, det vill säga sänkningen från $-0,25$ procent till $-0,35$ procent i juli 2015 och sänkningen till $-0,50$ procent i februari i år på sin höjd har haft en marginell effekt på utlåningsräntor till hushåll och företag. Flodén bedömer det därför som osannolikt att en ytterligare sänkning av reporäntan nu skulle få genomslag via den så kallade räntekanalerna.

En reporäntesänkning skulle däremot förmodligen få ett mer normalt genomslag på räntor på tillgångar som handlas på finansiella marknader och därmed på växelkursen. Flodéns bedömning är därför att en reporäntesänkning fortfarande kan vara en användbar åtgärd, men då i ett läge där kronan närmar sig omotiverat starka nivåer. Han ansåg att en sådan utveckling är osannolik i närtid och tyckte därför att den sannolikhet för en sänkt ränta som implicit finns inbyggd i Riksbankens reporänteprognoz är alltför stor för att spegla hans egen syn på lämpliga räntebeslut de kommande månaderna.

Ett penningpolitiskt beslut som Flodén ansåg ligga närmare till hands är att förlänga köpen av statsobligationer. Men han tyckte inte att ett beslut om en sådan förlängning behövde fattas vid dagens penningpolitiska möte. Det nuvarande programmet löper över nästa ordinarie penningpolitiska möte i december. Utvecklingen fram till det mötet kommer att påverka hur en förlängning av köpen bäst utformas. Inflationsutfallen för oktober och november kan möjligen förändra synen på de senaste inflationsutfallen och bedömningen av det underliggande inflationstrycket. Därtill finns det förväntningar på, men också osäkerhet kring, penningpolitiska besked från ECB och Federal Reserve före det penningpolitiska mötet i december. Flodén ansåg att de beskederna kan få tydliga effekter på hur de internationella finansmarknaderna utvecklas och därmed på hur penningpolitiken i Sverige bäst utformas.

Han menade att det också finns en viss osäkerhet kring hur den svenska marknaden för nominella statsobligationer påverkas av att Riksbanken köper en allt större andel av den utestående stocken. Fram till december får vi ytterligare information om den utvecklingen och direktionen kan därmed göra bättre avvägningar till exempel kring storleken på ytterligare obligationsköp och

hur sådana bäst skulle fördelas mellan reala och nominella obligationer. Det finns alltså många faktorer som talar för att ett beslut om fortsatta obligationsköp kan fattas på bättre grunder i december än vid dagens penningpolitiska möte, konstaterade Flodén.

I förslaget till penningpolitiskt beslut är den första höjningen av reporäntan, enligt prognosen för reporäntebanan, framskjuten med ungefär ett halvår till inledningen av 2018. Flodén kommenterade att han inte tror att den framskjutna reporäntebanan i någon påtaglig bemärkelse gör dagens penningpolitik mer expansiv. För honom handlar framskjutningen av räntebanan därför mer om att göra en bra prognos än att ändra penningpolitikens expansivitet. Inflationstrycket verkar vara lägre än Riksbanken tidigare räknat med, samtidigt som direktionen avstår från ytterligare stimulanser vid dagens penningpolitiska möte. Det tar då längre tid innan inflationsuppgången blivit tillräckligt stark för att direktionen ska kunna höja räntan. I ett annat penningpolitiskt läge, med mer effektiva verktyg till hands, hade det varit bättre att göra penningpolitiken mer expansiv i närtid för att minska risken att inflationsförväntningarna börjar falla och försvåra inflationsuppgången, ansåg Flodén. Med en sådan strategi hade det också kunnat undvikas att tiden med låg ränta blir alltför utdragen.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att säga att hon ställer sig bakom bedömningen av utvecklingen i omvärlden och i Sverige som den presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon ställer sig också bakom förslaget till reporäntebana.

af Jochnick konstaterade att Riksbankens prognoser över den makroekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige är ungefär desamma som vid det penningpolitiska mötet i september och att Riksbanken räknar med en måttlig återhämtning i omvärlden som ger stöd åt svensk konjunktur. Den svenska ekonomin är fortsatt stark men tillväxten har dämpats till mer normala nivåer efter den höga tillväxten förra året. I år drivs utvecklingen främst av inhemsk efterfrågan medan exporten utvecklats svagt. Under 2017 bedöms återhämtningen i omvärlden bidra till högre efterfrågan på svenska varor och tjänster. Exporten väntas stiga successivt under prognosperioden när bland annat investeringarna ökar i Sveriges viktigaste exportmarknader.

Samtidigt kvarstår frågetecken om styrkan i omvärldsutvecklingen, ansåg af Jochnick. Riksbanken har länge talat om osäkerhet i omvärlden som en negativ faktor för företagens och hushållens beteenden. Osäkerhet inför exempelvis nationella val, folkomröstningar och presidentval kan vara stor och påverka ekonomiska beslut under en period. Det finns också exempel på att politiska händelser utlöser mer komplicerade processer som bidrar till osäkerhet under längre tid, menade af Jochnick. Hon avsåg då bland annat de ekonomiska effekterna av ett brittiskt EU-utträde, som är svåra att uppskatta eftersom formerna för ett utträde ännu är oklara. Det finns också exempel på utdragna ekonomisk-politiska beslutsprocesser som ökar osäkerheten för konsumenter och företag. Ett exempel är att hanteringen av problemen i banksektorn i flera länder i Europa har dröjt alldeles för länge, vilket skapar osäkerhet om återhämtningen i euroområdet. Risken är att sådana osäkerhetsfaktorer i förlängningen hämmar efterfrågan även

på svenska varor och tjänster och leder till lägre tillväxt och lägre inflation än vad Riksbanken har i sina prognoser.

När det gäller inflationen i omvärlden är den fortfarande låg, konstaterade af Jochnick. Riksbanken kan därför räkna med att penningpolitiken i omvärlden fortsätter vara expansiv för att stödja återhämtningen i konjunkturen och få upp den låga inflationen. Inflationen i Sverige har trendmässigt stigit sedan våren 2014. Men ibland är inflationsutvecklingen ganska ryckig, vilket beror på att inflationen påverkas av många olika faktorer och några av dem, bland annat råvarupriserna och växelkursen, kan ändras snabbt och oväntat mycket. Utfallsiffrorna för augusti och september var lägre än väntat vilket påminner om hur svårt det är att göra prognoser och fånga verkligheten på ett relevant sätt. Särskilt tjänstepriserna har ökat långsammare än väntat vilket indikerar att det underliggande inflationstrycket är något svagare än vad Riksbanken räknat med. En rad indikatorer tyder dock på att inflationen bör fortsätta att stiga mot två procent men att det tar längre tid att nå målet. Ökat resursutnyttjande och en ökad andel företag som rapporterar brist på arbetskraft gör att löneökningstakten gradvis blir högre de närmaste åren. Ett ökat resursutnyttjande gör det lättare för företagen att höja sina priser. På kort sikt bör även stigande energipriser och en lågt värderad krona bidra till en högre inflation, menade af Jochnick.

Som redovisas i fördjupningen i den penningpolitiska rapporten talar de historiska sambanden för att inflationen skall fortsätta stiga, men det är ändå osäkert hur snabbt det kommer att ske, menade af Jochnick. Det kan inte uteslutas att också mer strukturella faktorer kan hålla tillbaka inflationsuppgången. Det finns mycket som talar för att globaliseringen och ny teknik har bidragit till ökad konkurrens som kan förändra företagens prissättningsbeteende. Hon ansåg det inte osannolikt att just Sverige som är en liten öppen ekonomi där företag och konsumenter gärna tar till sig ny teknologi noterar ett ändrat prissättningsbeteende i vissa branscher. I Riksbankens senaste företagsundersökning för september 2016 uppger exempelvis företag inom handeln att ökade kostnader är svåra att föra över till kunder som en följd av hård konkurrens och högt strukturomvandlingstryck.

Sammantaget är det af Jochnicks bedömning att Riksbanken måste ha fortsatt hög beredskap för att göra penningpolitiken mer expansiv om Riksbanken bedömer att inflationsutsikterna skulle försämrats och förtroendet för inflationsmålet svikta. Det är fortsatt angeläget att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir förankrade runt 2 procent. Hon delar den bedömning som görs i utkastet till penningpolitisk rapport att det finns skäl för att revidera ner reporäntebanan och signalera att sannolikheten för ytterligare reporäntesänkning har ökat och att den första räntehöjningen bedöms komma först i början av 2018. Inför det penningpolitiska mötet i december kommer direktionen att ha mer information som underlag för beslut om ytterligare åtgärder. Det kommer att finnas ytterligare två inflationsutfall för Sverige, vi kommer att ha vetskap om utfallet av ett antal politiska händelser och vi kommer att kunna beakta andra

centralbankers penningpolitik under hösten, konstaterade af Jochnick. Hon ansåg också att direktionen bör vara redo att förlänga statsobligationsprogrammet för att värna en fortsatt god utveckling i svensk ekonomi och understödja den trendmässiga uppgången i inflationen.

af Jochnick ville slutligen säga några ord om risker med låga räntor länge. Förslaget till beslut vid dagens penningpolitiska möte pekar på att det kommer att ta längre tid att nå inflationsmålet på 2 procent och räntorna i Sverige kommer att vara låga längre än vad Riksbanken tidigare bedömt. Riskerna med hög skuldsättning i hushållssektorn kan nu öka om inte ytterligare åtgärder vidtas. Det innebär, menade hon, att åtgärder på andra politikområden brådskar för att begränsa risken för att obalanserna leder till negativa effekter längre fram på svensk ekonomi.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att inflationsutvecklingen den senaste tiden har varit en klar besvikelse. Sedan det penningpolitiska mötet i september har två nya utfall publicerats, för augusti och september. Redan i augusti överraskade inflationen på nedsidan. Den månaden hamnade både KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energipriser cirka 0,15 procentenheter under prognosen från september. Jansson underströk att det förvisso var ett dåligt utfall men att prognosavvikelsen vid det tillfället i stor utsträckning kunde hänföras till ett par specifika faktorer och att lite då tydde på att den mer underliggande inflationen var på väg att försämrats.

Överskattningen förvärrades dock i september, konstaterade han. För denna månad var prognosen att KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energipriser skulle uppgå till 1,63 respektive 1,50 procent. Men utfallen hamnade istället på 1,18 respektive 0,96 procent. Därmed ökade prognosfelet alltså till omkring 0,5 procentenheter. Och då gick det inte längre att förklara felet med specifika faktorer utan prisutvecklingen överraskade negativt inom ett flertal områden. Det var i första hand tjänstepriserna som uppvisade en oväntat svag utveckling, men även livsmedelspriserna bidrog till prognosfelet. Att det på det här sättet finns tecken på ett lägre underliggande inflationstryck, orsakat framförallt av negativa överraskningar i tjänstepriserna, är naturligtvis bekymmersamt i ett läge då den del av inflationen som drivs av den inhemska efterfrågan är tänkt att gradvis öka allt mer, påpekade Jansson. Även inflationen mätt med HIKP har utvecklats svagt, 0,84 procent i september. Sverige har därmed i september halkat ned till plats 6 i EU:s inflationsliga, från plats 2 i både augusti och juli.

Sedan det penningpolitiska mötet i september har det också tillkommit två nya utfall för inflationsförväntningarna, fortsatte han. Det handlar om Prosperas stora kvartalsundersökning i september och månadsundersökningen i oktober där enbart penningmarknadens aktörer tillfrågas. Den generella bilden för de två undersökningarna är att förväntningarna har stigit en del, framförallt på ett och två års sikt. De viktiga förväntningarna på inflationen om fem år, som kan ses som ett mått på trovärdigheten för inflationsmålet, har också i allmänhet gått upp. Avrundat till en decimal är det nu bara inköpscheferna inom tillverkningsindustrin och aktörerna på penningmarknaden som inte förväntar sig att inflationen om fem år är 2 procent eller högre.

Men de femåriga inflationsförväntningarna är mycket nära 2 procent även för dessa respondenter, drygt 1,9 procent. Jansson sade att det inför de stundande löneförhandlingarna är särskilt positivt att arbetsmarknadens parter nu uppfattar inflationsmålet som helt trovärdigt. Av den senaste kvartalsundersökningen i september framgår att arbetstagarorganisationerna räknar med att inflationen om fem år kommer att vara 2,10 procent medan motsvarande siffra för arbetsgivarorganisationerna är 2,23 procent.

Jansson konstaterade att det är glädjande och viktigt att inflationsförväntningarna stiger. Den oväntat låga inflationen i både augusti och september gör dock att det finns en risk för nya fall i förväntningarna framöver. Det bör visserligen i första hand vara inflationsförväntningarna på kort sikt som påverkas av svängningar i den aktuella inflationen. Men eftersom det finns tecken på att den underliggande inflationen avtagit kan det inte uteslutas att också förväntningarna på lite längre sikt påverkas negativt. Det är därför viktigt att noga följa utvecklingen av inflationsförväntningarna framöver och säkerställa att de inte på nytt börjar falla mer trendmässigt, poängterade han. Det gäller särskilt de mer långsiktiga förväntningarna på inflationen. Att kunna utgå från ett trovärdigt inflationsmål är av stor betydelse för avtalsrörelsen 2017.

Jansson fortsatte med att påpeka att det mot bakgrund av den sämre inflationsbilden nu i utkastet till penningpolitisk rapport föreslås en ganska påtaglig nedrevidering av prognosen för inflationen under kommande år. Då utgångspunkten är att vi har att göra med ett lägre underliggande inflationstryck är samtliga inflationsmått berörda av prognosrevideringen. För KPIF-inflationen exklusive energipriser är justeringen som störst i mitten av 2017, då den uppgår till knappt 0,6 procentenheter. För KPIF-inflationen är revideringen lite mindre och den största effekten infaller också något senare, mot slutet av 2017. Det beror på att energipriserna beräknas öka lite snabbare än tidigare, vilket påverkar inflationen mätt med KPIF men förstås inte inflationen mätt med KPIF exklusive energipriser. Växelkursen är nu tydligt svagare under hela prognosperioden än vad som tidigare antagits men detta är inte på långa vägar tillräckligt för att motverka det lägre underliggande inflationstrycket, sade han. Sammantaget innebär dessa prognosrevideringar att inflationen nu väntas vara i linje med inflationsmålet i mitten av 2018 istället för som tidigare under andra halvan av 2017.

För att motverka effekterna av det lägre underliggande inflationstrycket, och tänkbara negativa konsekvenser för inflationsmålets trovärdighet, föreslås också i utkastet till penningpolitisk rapport att penningpolitiken görs mer expansiv. Jansson framhöll att så sker på flera sätt. För det första finns en större sannolikhet för att reporäntan ska sänkas på det nästkommande penningpolitiska mötet. Om utgångspunkten är en sänkning av reporäntan med 10 räntepunkter, så är sannolikheten nu dubbelt så stor som i septemberprognosen och uppgår till 60 procent. För det andra senareläggs den första höjningen av reporäntan, till i början av 2018 istället för under andra halvåret 2017. För det tredje kommuniceras att direktionen står redo att förlänga köpen av

statsobligationer efter årsskiftet. Han tillade att det dessutom understryks att det, utöver dessa åtgärder, fortsätter att finnas en hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om den trendmässiga inflationsuppgången skulle vara hotad.

Jansson ställde sig bakom både prognosen och penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport men ville på några punkter precisera hur han uppfattar de förändringar i penningpolitiken som nu görs. En naturlig fråga att ställa, ansåg han, är varför Riksbanken inte redan nu fattar beslut om att sänka reporäntan och förlänga köpen av värdepapper. Att inflationen överraskat påtagligt och brett på nedsidan är ju ett faktum, och ECB har redan fattat beslut om att dess köp ska fortsätta till mars 2017 och dessutom klargjort att köpen troligtvis kommer att fortsätta under längre tid än så. För egen del hade Jansson också mycket väl kunnat tänka sig att fatta dessa beslut redan på dagens penningpolitiska möte. Men han såg samtidigt även fördelar med att avvakta.

När det gäller förlängningen av värdepappersköpen genomför Riksbanken fortfarande tidigare beslutade köp och dessa kommer att fortsätta fram till årsskiftet. Därmed behöver direktionen nu inte stressa fram ett beslut om ytterligare köp utan kan vänta så länge de tidigare beslutade köpen alltjämt pågår. Den stora fördelen med att vänta är att direktionen då kan fatta ett bättre beslut grundat på en rikare informationsmängd, inte minst om hur andra centralbanker agerar. Till bilden hör också att beslut om nya värdepappersköp 2017 bara i mycket liten utsträckning kan förmodas hjälpa för att motverka en negativ inflationsstörning här och nu, resonerade Jansson.

Janssons slutsats att det är bäst att avvakta med att fatta beslut om ytterligare värdepappersköp talar, så som han ser det, också för att vänta med att sänka reporäntan. Det har att göra med att det finns fördelar med att besluta om åtgärderna i kombination, då de tillsammans kan förväntas ha ömsesidigt förstärkande effekter. Till exempel skapar en ny sänkning av reporäntan bättre förutsättningar för utökade statspappersköp att pressa ned korta statsräntor samtidigt som större köp i sin tur gör att en lägre reporänta kan få ett mer påtagligt och bredare genomslag på ränteläget, vilket kan vara gynnsamt bland annat för effekterna på kronans växelkurs. Viktigt att komma ihåg är också att direktionen vid behov alltid har möjlighet att fatta beslut mellan två ordinarie penningpolitiska möten. I ett akut läge, påpekade han, kan alltså både beslutet om att sänka reporäntan och beslutet om att förlänga köpen av värdepapper fattas före decembermötet.

Jansson ville avslutningsvis återkomma till en fråga han tog upp på det förra penningpolitiska mötet, nämligen frågan om den reala växelkursens långsiktiga apprecieringsutrymme. Han förde då ett resonemang som gick ut på att argumenten som talar för en framtida förstärkning av den reala växelkursen har blivit svagare och att han därför inte skulle känna sig helt bekväm med en utveckling av kronans nominella kurs i linje med då liggande prognos. Kronprognosen revideras nu visserligen tydligt i svagare riktning men den sammanlagda väntade apprecieringen under prognosåren är trots detta ungefär lika stor som tidigare, 5-6 procent. Det här, sade Jansson, gör

att han fortsätter att vara tveksam till prognosen för växelkursen, även om den nu är svagare än tidigare, och han vidhåller att Riksbanken behöver återkomma till frågan snarast möjligt.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** inledde med att säga att hon ställer sig bakom utkastet till penningpolitisk rapport och de prognoser och överväganden som finns där. Därutöver ville hon kommentera det ekonomiska läget – med början i omvärldens inflationsutveckling i förhållande till den svenska.

Skingsley konstaterade att svensk inflation inte har varit vid 2 procentsmålet sedan 2011. Denna avvikelse har av en del förklarats av den tidigare penningpolitiken, som har kritiserats för att ha varit för stram. Sedan våren 2014 har svensk inflation gradvis rört sig uppåt igen, bland annat som ett resultat av en historiskt stimulerande penningpolitik. Samtidigt som svensk inflation vänt uppåt har istället omvärldens inflation dalat nedåt. I ett urval på 120 av världens länder har mer än 85 procent en uppmätt inflation under de långsiktiga inflationsförväntningarna. Inflationen ligger under 1 procent, alltså lägre än för Sverige, i nära hälften av länderna samtidigt som 20 procent av länderna befinner sig i deflation. Detta enligt IMF:s senaste World Economic Outlook. Trots penningpolitiska lättnader i ett stort antal länder kan man alltså konstatera att Sverige inte är ensamt i att handskas med utmaningen låg inflation, menade Skingsley. Hon ansåg det inte sannolikt att alla dessa länder skulle ha bedrivit en felaktig penningpolitik utan uppenbarligen är andra krafter verksamma. Den optimistiska tolkningen är att den låga inflationen, som numera alltså är världsomspännande, mest beror på tidigare oljeprisfall och kvarvarande effekter av den globala finanskrisen. En mer pessimistisk tolkning, som Skingsley inte finner osannolik, är att det finns djupare strukturella krafter som håller tillbaka pristrycket och att penningpolitiken inte enkelt kan lösa detta.

Internationellt pågår en intensiv debatt om skälen till varför återhämtningen är så långsam, om den hittills svaga effekten av ekonomisk-politiska stimulanser, och vilken arbetsfördelning man bör göra mellan olika politikområden framöver. Skingsley avsåg inte återge alla debattspåren men menade att det i grova drag handlar det om att sjunkande realräntor över många år, också i högkonjunkturer, har minskat styrkan i centralbankernas stimuleringsförmåga. Låga långsiktiga realräntor är bland annat en signal om svaga tillväxtförutsättningar vilket allvarligt försvårar skapandet av välstånd. Låga räntor är också ett hot mot den finansiella stabiliteten eftersom det medverkar till bubblor på olika tillgångsmarknader när investerare söker avkastning. Nya finanskriser är i sin tur ännu sämre för tillväxtförutsättningarna. För att förbättra de mer långsiktiga tillväxtförutsättningarna i syfte att öka penningpolitikens stimuleringsutrymme krävs åtgärder inom politiska områden som inte centralbanker kontrollerar. Detta innebär frågor, dels om vad penningpolitik kan åstadkomma, dels hur mycket en liten öppen ekonomi som Sverige över tiden kan avvika från omvärlden. Under tiden den debatten rullar måste Riksbanken fatta ett nytt penningpolitiskt beslut.

Skingsley konstaterade vidare att utvecklingen i Sverige har gått ungefär som väntat med ett för penningpolitiken helt centralt undantag: De två senaste inflationsutfallen, särskilt september, var en påminnelse om att det inte finns en pålitlig trend i inflationen. Prisökningstakten på varor har sjunkit tillbaka till den trendmässiga nivå som gällt sedan 2000, det vill säga att varupriser generellt sett sjunker. Tjänstepriser har å sin sida också försvagats. Den oväntat svagare kronan verkar visserligen för stigande importpriser men å andra sidan är inflationen i omvärlden låg, vilket Skingsley beskrivit tidigare. Visserligen räknade direktionen aldrig med en rak och enkel väg tillbaka mot 2 procentsmålet utan har sedan länge haft hög beredskap för att vidta ytterligare stimulansåtgärder. Men icke desto mindre – avvikelserna i förhållande till Riksbankens prognos kan endast till mindre del beskrivas som tillfälliga – och det är oroande att bakslagen var inom flera olika tjänster, att dessa var svårförklarade och inte väntas reversera. Av detta sade sig Skingsley stärkas i sin ståndpunkt att det varit rätt av direktionen att sedan början av 2015 sätta minusränta och vidta en rad köp av statsobligationer för att hålla räntorna låga och på det sättet understödja resursutnyttjandet. I en gäckande inflationsmiljö med dalande inflationsförväntningar och om man vill mena allvar med ett prisstabilitetsmål för penningpolitiken, hade det inte varit lämpligt att ha is i magen och hoppas att till exempel en styrränta på noll procent skulle ha räckt, ansåg hon.

Inför dagens möte har beslutet handlat om och i så fall i vilken utsträckning penningpolitiken behöver göras mer expansiv. Mot bakgrund av den nedreviderade inflationsprognosen finner Skingsley det rimligt att också justera reporäntebanan samt flytta fram tidpunkten för den första räntehöjningen. Däremot anser hon likt rapportens skrivningar att det finns tidsmässigt utrymme att avvakta en eventuell fortsättning av de pågående obligationsköpen. Skingsley har tidigare i år uttryckt att hon är beredd att stödja ytterligare penningpolitiska lättnader endast ifall betydande prognosrevideringar görs. Den bedömningen har också byggt på antagandet om en fortsatt återhämtning i omvärlden. Med tiden har hon dock blivit mindre övertygad om styrkan i omvärldens återhämtning. Ju längre tiden går med svag återhämtning i omvärlden desto viktigare är det därför att komplettera den expansiva penningpolitiken med ett brett ekonomiskt-politiskt reformarbete, med siktet inställt på att förbättra tillväxtförutsättningarna. Det här kommer inte kunna åstadkommas med någon enstaka reform och inte av något enskilt land utan kräver insatser från många håll.

Vad gäller Sverige är de konjunkturella utsikterna alltjämt gynnsamma, ansåg Skingsley. Men även Sverige behöver göra ansträngningar. IMF:s Concluding statement från Artikel IV-konsultationen stöder lågräntepolitiken men ger också de tydliga råden att Sverige behöver förbättra sin bostadsmarknad och lägga större ekonomisk kraft på att integrera nyanlända. Bland annat rekommenderas större kommunala ansträngningar för utbildning och IMF menar att det finns utrymme för detta sett till de medelfristiga ekonomiska utsikterna. Framöver behövs både i Sverige och en rad andra länder en kombination av strukturpolitik, finanspolitik och penningpolitik. Det kommer krävas en helhet om det ska bli möjligt att åter öka den potentiella

tillväxten och höja globala realräntor igen och på så vis åter ge penningpolitiken ett större manöverutrymme för att lösa sin uppgift att uppnå prisstabilitet, avslutade Skingsley.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** inledde med att säga att han ställer sig bakom förslagen att hålla reporäntan oförändrad på $-0,50$ procent och att skjuta fram reporäntebanan. Vidare ansåg han att tillgångsköpen bör fortsätta fram till årets slut enligt tidigare beslutad plan.

Ohlsson fortsatte sedan med att kommentera ett antal viktiga realekonomiska indikatorer. Han konstaterade att BNP-tillväxten i Sverige nu är snabb. Visserligen har det skett en dämpning under innevarande år enligt den senaste kvartalsmätningen. Men den kalenderkorrigerade tillväxten kommer att ligga på kring $2,4$ procent årligen under 2017 och 2018 enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. Arbetskraftsundersökningarna (AKU) för september 2016 redovisar en arbetslöshet på $6,1$ procent (ej säsongrensad). Detta är en minskning med $0,6$ procentenheter jämfört med samma månad ifjol, noterade Ohlsson. Arbetslösheten ligger dock enligt hans mening fortfarande på en för hög nivå. Det finns också 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-kassamedlemmar låg i september på $2,3$ procent. Denna andel har visserligen minskat under året men endast marginellt. Andelen arbetslösa a-kassamedlemmar har inte varit så låg sedan före finanskrisen, konstaterade Ohlsson. Slutsatsen av dessa reala indikatorer, ansåg han, är att det samlade resursutnyttjandet i den svenska ekonomin nu är uppe på normala nivåer och kan förväntas bli än högre de kommande åren.

Vid den senaste mätningen i oktober 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, sade Ohlsson. Samtidigt kan vi också se att inflationsförväntningarna på ett och två års sikt är trendmässigt stigande men fortfarande ligger under inflationsmålet.

Inflationen borde stiga i takt med att resursutnyttjandet ökar, menade Ohlsson. Men den senaste mätningen är en besvikelse, vid mätningen i september låg KPIF på en årlig ökningstakt om $1,2$ procent. Månadsmätningarna påverkas dock starkt av tillfälliga faktorer. Mätningarna varierar på ett oregelbundet sätt. Vissa månader är utfallen högre än förväntat, andra månader är utfallen lägre. Trenden för inflationstakten är dock fortsatt stigande, i vart fall enligt en del mått. Frågan är om de historiska sambanden mellan resursutnyttjande och inflation inte längre är giltiga. Det är mycket viktigt att undersöka detta noggrant, ansåg Ohlsson. Inflationsmålet är ett fundament i den ekonomiska politiken. För penningpolitikens trovärdighet är det viktigt att nå målet, poängterade han.

Ohlssons penningpolitiska slutsats var att reporäntebanan måste förskjutas så att den första höjningen av reporäntan flyttas fram i tiden. Höjningar av reporäntan kommer enligt den nya reporäntebanan att inledas under början av 2018. I övrigt ansåg han att eventuella ytterligare penningpolitiska åtgärder kan anstå till det penningpolitiska mötet i december. Detta understryks av att det redan beslutade programmet för obligationsköp löper till årets slut. I december har vi också en hel del ytterligare information som exempelvis ytterligare några månaders utfall för de inhemska makroekonomiska nyckelvariablerna och, internationellt, penningpolitiska beslut från viktiga centralbanker.

För Ohlsson är det i dagsläget en helt öppen fråga om det är önskvärt att fortsätta med nya obligationsköp under 2017. Han ansåg det viktigt att i detta sammanhang nämna direktionens tidigare beslut att tills vidare återinvestera förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Under 2017 kommer förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor.

Det är för Ohlsson också en öppen fråga om det är önskvärt att sänka reporäntan ytterligare. Han ansåg det finnas starka indikationer på att reporäntan inte längre är ett lika verkningsfullt verktyg som den var tidigare. De globala realräntorna är mycket låga, vilket är en väsentlig restriktion för penningpolitiken. Detta är resultatet av att ett högt globalt sparande möter en svag investeringsefterfrågan. Nackdelarna med låga och negativa styrräntor blir också allt tydligare ju längre tiden går. Detta måste vägas mot fördelarna med låga och negativa styrräntor, ansåg Ohlsson.

Sammanfattningsvis ställde sig Ohlsson bakom förslaget att skjuta fram reporäntebanan med inledande höjningar under första halvåret 2018. Han ansåg vidare att tillgångsköpen bör fortsätta enligt tidigare beslutad plan. Slutligen ställde han sig bakom utkastet till penningpolitisk rapport.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att konstatera att den realekonomiska utvecklingen i både omvärlden och Sverige varit i linje med Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i september. Bedömningen av tillväxtutsikterna är i stort sett oförändrad. Men i Sverige har inflationen dämpats de senaste månaderna efter att ha stigit sedan inledningen av 2014 och det är naturligt nog en besvikelse. Läget är synnerligen ovanligt, ansåg Ingves, och menade att Riksbanken nu behöver ge kraftfullt stöd till den svenska inflationsuppgången, i ett läge när hemmakonjunkturen är god och inflationen i vår omvärld är låg men väntas stiga. Det är en särskild utmaning att i Sverige hålla både inflation och tillväxt högre än i Europa i genomsnitt. Men så här långt är vi på god väg att klara det, bland annat eftersom tillväxtbetingelserna är bättre i Sverige än i många europeiska länder med kvarstående anpassningsbehov efter krisen.

Prognosen för BNP-tillväxten för de länder som är viktigast för den svenska ekonomin (KIX-viktad), är i stort sett oförändrad jämfört med prognosen i september. Tillväxten väntas stiga

långsamt under prognosperioden från 2,0 procent i år till 2,3 procent 2019. Inflationen i omvärlden har varit låg en längre tid. Den närmaste tiden väntas dock stigande energipriser bidra till en viss uppgång i inflationen. Även resursutnyttjandet väntas öka, vilket bidrar till stigande priser. Inflationen i omvärlden (KIX-viktad) väntas bli 1,1 procent 2016, 2 procent 2017 för att därefter stiga långsamt under prognosperioden till strax över 2 procent 2019.

För Sveriges del är resursutnyttjandet i ekonomin ungefär normalt i nuläget, konstaterade Ingves. De kommande åren är penningpolitiken fortsatt expansiv, vilket medför att både BNP och antalet arbetade timmar stiger snabbare än trend. Det innebär att resursutnyttjandet stiger och blir högre än normalt. Sedan början av 2014 har inflationen stigit och de långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka på nära 2 procent. Men inflationsutfallen för både augusti och september var lägre än prognosen i september. Det innebär ökad osäkerhet om hur snabbt inflationen kommer att stiga framöver. Sannolikt påverkas den dämpade inflationen i Sverige av utvecklingen i omvärlden, som också präglas av låg inflation. Men tillväxten i Sverige har varit hög, eller mycket hög, och arbetsmarknaden har förbättrats under ett antal år. Det bör ge goda förutsättningar för stigande inflation.

Ingves påtalade att Riksbanken mot bakgrund av de senaste månadernas svaga inflationsutfall ändå sammantaget har reviderat ner prognosen för inflationstrycket de kommande åren. Särskilt tjänstepriserna har ökat långsammare än väntat. Det indikerar att det underliggande inflationstrycket är något svagare än vad Riksbanken räknat med och bedömningen nu är att det kommer att ta längre tid för inflationen att nå 2 procent. Inflationen bedöms nå 2 procent i mitten av 2018, mätt med både KPI och KPIF.

Ingves konstaterade vidare att det är osäkert hur snabbt resursutnyttjandet påverkar inflationen och hur stor effekten blir och påtalade att det i utkastet till penningpolitisk rapport finns en fördjupning om detta. Den analysen tyder på att sambandet mellan resursutnyttjande och inflation har varit ganska stabilt under de senaste decennierna. Det talar för att ökande resursutnyttjande kommer att bidra till att inflationen stiger på det sätt som Riksbanken räknar med. Samtidigt är det viktigt att notera att inflationsförväntningarna, som de mäts av Prospera, har ökat sedan början av 2015. Det bidrar till att inflationsmålet fungerar som ett ankare för den svenska ekonomin på längre sikt, även så i tider av strukturella förändringar i ekonomin.

Kronans växelkurs är en annan viktig faktor som påverkar inflationen. Hittills i år har växelkursen utvecklats svagare än väntat och Riksbanken räknar nu med en något svagare kronkurs under prognosperioden än i prognosen i september. Men Riksbanken bedömer fortfarande att växelkursen gradvis kommer att förstärkas framöver. En alltför snabb växelkursförstärkning kan leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare. En sådan utveckling skulle göra det svårare för Riksbanken att få upp inflationen. Ingves bedömde att Riksbanken behöver vara beredd på att återkomma till en analys av hur genomslaget från växelkursförändringar till inflation ser ut i praktiken. Det gäller särskilt i tider av

strukturomvandling, med en långsammare tillväxt i världshandeln och allt mer export/import av tjänster.

Sammantaget innebär allt detta att inflationsuppgången behöver fortsatt kraftfullt stöd. Ingves gav stöd till förslaget att vid dagens penningpolitiska möte lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent, där en första höjning bedöms ske ett halvår senare jämfört med i den penningpolitiska rapporten från september. Sannolikheten för ytterligare sänkning av reporäntan i december bedöms nu vara större än tidigare. Det betyder att reporäntan hålls på dagens nivå eller lägre fram till början av 2018. Köpen av nominella och reala statsobligationer fortsätter och kommer att uppgå till 245 miljarder kronor i slutet av 2016. Tills vidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Under 2017 kommer dessa att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor.

Inför nästa penningpolitiska möte i december sa sig Ingves vara redo att förlänga köpen av statsobligationer ytterligare. Han anser att köpprogrammet har varit framgångsrikt och en viktig komponent i den nu förda penningpolitiken. Eftersom det nuvarande köpprogrammet löper året ut kan Riksbanken avvakta ytterligare information om inflation, konjunkturutveckling samt hur omvärldens centralbanker agerar för att kalibrera en lämplig fortsättning.

Ingves påtalade att det är viktigt att följa de beslut som Federal Reserve och ECB fattar under de kommande månaderna. Om Federal Reserve höjer styrräntan och om inflationen stiger i euroområdet ökar sannolikheten att Riksbankens penningpolitiska strategi står sig. I annat fall behöver Riksbanken vara beredd att ta ett omtag en bit in på nästa år och ha beredskap att vidta ytterligare åtgärder för att värna inflationsmålet. Riksbanken har i tidigare rapporter beskrivit en katalog av åtgärder som vore möjliga att använda, om så behövs.

Den expansiva penningpolitiken i Sverige och i andra länder är nödvändig för att stimulera den ekonomiska tillväxten och motverka riskerna med alltför låg inflation. Men vi vet också att låga eller negativa räntor kan bidra till ökat risktagande i ekonomin, högt värderade tillgångar och ökad skuldsättning, som bidrar till ökad sårbarhet i det finansiella systemet. En central fråga för många länder inom EU är hur varaktigt det låga ränteläget blir. Det går exempelvis att tänka sig ett scenario där räntan och BNP-tillväxten förblir låga under lång tid och ett annat scenario där räntorna gradvis vänder upp till normala nivåer.

I det förstnämnda fallet finns tydliga risker för den finansiella stabiliteten till följd av pressad lönsamhet, menade Ingves, med ökad sårbarhet och en hög grad av risktagande i den finansiella sektorn. Finansiella institut med långsiktiga och garanterade åtaganden som livförsäkringsbolag och pensionsfonder kan bli särskilt sårbara om de inte omprövar sina affärsmodeller. Europeiska banker med låg lönsamhet blir än mer utsatta än idag genom minskat räntenetto och minskad utlåning. Om istället räntorna gradvis vänder upp behöver inte de finansiella stabilitetsriskerna bli lika stora som i det första scenariot, om räntan höjs till följd av att resursutnyttjande och inflation ökar. Stigande BNP-tillväxt kan då bidra till att reducera sårbarheten i det finansiella systemet.

En viktig slutsats, menade Ingves, är att myndigheterna i EU med ansvar för makrotillsyn behöver beakta den expansiva penningpolitiken och lågräntemiljön i arbetet med implementeringen av nya regelverk när det gäller livförsäkringsbolag och pensionsfonder.

Här hemmavid kvarstår riskerna på den svenska bostadsmarknaden. Vi vet alla att värderingen på den svenska bostadsmarknaden är hög i ett historiskt perspektiv. Samtidigt fortsätter hushållens skulder att öka under prognosperioden. Höga bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning bidrar till höga risker i ekonomin. Ingves påtalade att han sagt det förr men det tål att upprepas. 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 högst angeläget med riktade åtgärder inom makrotillsynen, bostadspolitiken och skattepolitiken för att begränsa hushållens skulduppbyggnad. Utan sådana åtgärder finns uppenbara risker för den långsiktiga ekonomiska stabiliteten i Sverige, avslutade han.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Martin Flodén** inledde diskussionen med att kommentera Skingsleys och Ohlssons inlägg. Flodén menade att Ohlssons fråga gällande om sambandet mellan resursutnyttjande och inflation har försvagats förstås är viktig men sade att han samtidigt tvivlar på att vi någonsin kommer att kunna besvara den i realtid. Sambandet har ju aldrig varit starkt, tydligt, eller omedelbart. Så analyser av sambandet kräver ganska mycket historiska data, och förmodligen är det först i efterhand man kan se om sambandet har ändrats, menade Flodén.

Men de studier som har gjorts, till exempel för Sverige i fördjupningen i den penningpolitiska rapporten och för ett stort antal länder i IMF:s senaste World Economic Outlook tyder ju inte på att sambandet har förändrats, fortsatte han. Tvärtom lyfter de fram svagt resursutnyttjande som en viktig förklaring till att inflationen blivit så låg de senaste åren.

Sedan är förstås resursutnyttjandet inte den enda faktor som påverkar hur inflationen utvecklas. Andra viktiga faktorer är penningpolitikens trovärdighet, till exempel fångad av inflationsförväntningarna, och utvecklingen för växelkurs och globala priser. IMF:s studie tyder ju också på att förväntningarna på centralbankernas förmåga att påverka inflationen hämmas av styrräntor som är nära de effektiva nedre gränserna. Inflationsförväntningarna verkar då påverkas mer av faktisk inflation, vilket kan göra att låg inflation blir mer persistent.

Det här knyter också an till Skingleys kommentarer, sade Flodén. Han uppfattade det som att Skingsley tvivlade på penningpolitikens förmåga att påverka inflationen eftersom inflationen har blivit låg i nästan alla länder. Flodén tyckte att man ändå kan se att penningpolitik och annan ekonomisk politik har haft effekt. Ett exempel är USA där penningpolitiken under och efter finanskrisen var mer tydligt och systematiskt expansiv än i många europeiska länder, och där man dessutom var snabbare med att återkapitalisera banksystemet. Där lyckades man undvika att det

underliggande inflationstrycket föll alltför mycket. Man är nu i ett läge där styrräntan redan har höjts och där ytterligare höjningar förväntas, medan vi i Europa fortfarande ser ett behov av fortsatta och kanske utökade penningpolitiska insatser.

Flodén noterade att Skingsley i sitt inlägg lyfte fram ett behov av finanspolitiska åtgärder genom såväl konjunkturstimulans som strukturreformer i Sverige och andra länder. Med anledning av detta sade Flodén att det för honom var oklart om behovet av sådan politik i Sverige motiverades av att Riksbanken behöver hjälp för att få upp inflationen eller om motivet var ett mer allmänt behov av att förbättra antingen konjunkturutvecklingen eller den svenska ekonomins långsiktiga tillväxtpotential.

Vice riksbankschef **Henry Ohlsson** bemötte sedan Flodéns fråga. Han menade att när Riksbankens bedömningar slår fel måste vi våga ställa frågan varför. Vi måste också våga fråga oss om det finns andra ansatser än de hittillsvarande till att analysera frågeställningar som sambandet mellan resursutnyttjande och inflation. Om alla använder samma ansats är det inte så konstigt att man kommer till likartade resultat. Ohlsson ansåg att det finns mycket att hämta från att studera tvärsnittsinformation med hjälp av mikrodata istället för att studera aggregerade tidsserier. Han menade att vi måste komma närmare att förstå vilka faktorer som är avgörande för de människor som rent faktiskt sätter priser. Ohlsson ansåg att de senaste av Riksbankens företagsundersökningar har gjort lovande försök att närma sig svaren på dessa frågor.

Vice riksbankschef **Cecilia Skingsley** återkom till Flodéns inlägg kring penningpolitikens funktionssätt. Apropå de omfattande penningpolitiska stimulanser som har gjorts i många länder så bedömde hon att de lett till bättre återhämtningsmöjligheter jämfört med om de inte hade genomförts. Hon delade bedömningen att sambandet fortfarande finns mellan penningpolitik, resursutnyttjande och inflation. Däremot ställer hon sig frågande till hur starkt och snabbt penningpolitiken kan fungera och menade att hon inte är ensam om göra det. Att vi har återkommande utökningar och förlängningar av olika expansionsåtgärder både internationellt och i Sverige är ett tecken på att effekterna varit svagare än väntat. Man kan ju, som Flodén beskrev i sitt första inlägg, önska att det fanns ett betydande penningpolitiskt expansionsutrymme kvar, menade hon, men hennes bedömning är att till exempel ytterligare räntesänkningar i Sverige skulle få små genomslag på räntorna i samhällsekonomin.

I det läge som råder internationellt och som Sveriges utveckling är beroende av krävs det därför enligt Skingsley ett bredare reformarbete som omfattar såväl strukturpolitik och finanspolitik som penningpolitik för att förbättra de långsiktiga globala tillväxtförutsättningarna.

Vad gäller Skingsleys syn på Sveriges del i detta, så ser hon IMF:s rekommendationer vad gäller bostadspolitik och ansträngningarna för en förbättrad integration som exempel på ekonomiskt möjliga reformer. De är motiverade inte primärt för att underlätta en snabbare återhämtning för inflationen, utan för att även Sverige behöver förbättra sina långsiktiga tillväxtförutsättningar när omvärldens tillväxt är så svag som den förefaller vara både på kortare och längre sikt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** höll med Flodén om att en förskjutning av reporäntebanan så att den första höjningen av reporäntan flyttas fram i tiden snarare handlar om att göra en bra prognos än att ändra penningpolitikens expansivitet. Han höll också med Jansson gällande penningpolitikens sammansättning. Ingves ansåg det mest lämpligt att tänka på penningpolitik som en kombination av åtgärder snarare än en uppsättning enskilda sådana.

Avslutningsvis kommenterade Ingves Flodéns diskussion om banksektorns betydelse för penningpolitiken och hur hanteringen av problembanker sett olika ut i olika länder. Ingves konstaterade att det innebär problem för penningpolitiken om transmissionsmekanismen tappar i funktion. Välkapitaliserade banker lånar ut medan dåligt kapitaliserade banker inte lånar ut. Han menade att det därmed finns en hög avkastning på att reda ut problemen inom banksektorn och ansåg det beklagligt att man inom euroområdet har motsatt sig en sådan rekapitalisering av bankerna.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan diskussionen. Han konstaterade att direktionen var enig om den bild av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna som beskrivs i den penningpolitiska rapporten. Sedan det penningpolitiska mötet i september har den realekonomiska utvecklingen i både omvärlden och Sverige i stort sett varit i linje med Riksbankens prognoser. Återhämtningen i omvärlden fortsätter i en ganska måttlig takt och inflationen stiger från en låg nivå, understödd av en mycket expansiv penningpolitik. Omvärldsutvecklingen är dock fortsatt kantad av osäkerhet.

Penningpolitiken har bidragit till en stark svensk konjunktur och att inflationen och inflationsförväntningarna stigit. Förutsättningarna för en fortsatt stigande inflation finns på plats. Men de senaste månadernas svaga inflationsutfall illustrerar osäkerheten kring hur snabbt inflationen kommer att stiga. Riksbanken tror nu att det tar längre tid för inflationen att nå 2 procent. Inflationsuppgången behöver därför fortsatt kraftfullt stöd.

Direktionen var enig om att nu hålla reporäntan oförändrad på $-0,50$ procent och bedömde att räntan behöver vara kvar på denna nivå ett halvår längre jämfört med bedömningen i september. Sannolikheten för att reporäntan kan komma att sänkas ytterligare har också ökat.

Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer andra halvåret 2016 enligt den plan som direktionen beslutade om i april. Tills vidare återinvesterar Riksbanken också förfall och kupongbetalningar på innehavet i statsobligationsportföljen. Inför det penningpolitiska mötet i december är direktionen dessutom redo att förlänga obligationsköpen men eftersom nuvarande program löper på till årsskiftet finns möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka beslutet.

Vid mötet diskuterades även den senaste tidens inflationsutveckling. Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation berördes också. Det konstaterades att svensk ekonomi står bättre rustad nu jämfört med för ett år sedan, med starkare konjunktur, högre inflation och

inflationförväntningar nära 2 procent. Men Sverige är en liten öppen ekonomi och därför måste vi samtidigt förhålla oss till vad som händer i vår omvärld. Skeenden där kan leda till att penningpolitiken behöver anpassas för att säkra inflationsuppgången. Vidare framfördes oro över hushållens växande skuldsättning och det påtalades att det finns fortsatt behov av att kombinera åtgärder inom olika politikområden för att få en långsiktigt hållbar ekonomisk utveckling i Sverige. Därutöver kommenterades på olika sätt aspekter på penningpolitikens utformning.

§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 torsdagen den 27 oktober 2016 kl. 9.30, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 9 november 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
www.riksbank.se