

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2010-09-01

MÖTESTID: 09.00

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Karolina Ekholm
Lars Nyberg
Lars E.O. Svensson
Barbro Wickman-Parak
Svante Öberg

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Claes Berg
Hans Dellmo
Hans Dillén
Bul Ekici (§ 1)
Johanna Eklund (§ 1)
Heidi Elmér
Johanna Fager (§ 1)
David Forsman (§ 1)
Eric Frieberg
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Cecilia Roos-Isaksson
Olof Sandstedt (§ 1)
Staffan Viotti

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Hans Dellmo och Hans Dillén skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

Bul Ekici från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Marknadens oro för den statsfinansiella situationen i euroområdet kvarstår men har dämpats under sommaren. Räntan på statsobligationer relativt Tyskland har dock stigit i vissa länder såsom Grekland och Irland

under de senaste veckorna. De flesta centralbanker har låtit sina styrräntor vara oförändrade och en del centralbanker har beslutat eller signalerat att de har beredskap att vidta nya eller fortsätta med okonventionella åtgärder.

Överlag har räntan på tioåriga statsobligationer fallit i såväl Sverige som i övriga omvärlden och det är främst svaga makroekonomiska utfall i USA som ligger bakom denna utveckling. Detta har medfört att terminsräntekurvor har skiftat ned runt om i världen. Utöver denna internationella trend med fallande räntor framhålls även andra faktorer till varför svenska terminsräntor har fallit. Marknaden tror i mindre utsträckning på att Riksbanken kommer att använda reporäntan för att motverka stigande huspriser och ökad skuldsättning hos hushållen. Därtill bedöms utvecklingen i omvärlden och senare tids signaler från centralbanker om att skjuta styrräntehöjningar framåt i tiden leda till ett behov av en mer expansiv penningpolitik i Sverige. En majoritet av analytikerna väntar sig dock att Riksbanken fattar beslut att höja reporäntan till 0,75 procent vid dagens möte och att Riksbanken väljer att lämna sin prognos för reporäntan oförändrad. Kronan har under sommaren stärkts relativt de flesta andra valutor.

Johanna Eklund från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde därefter för utvecklingen på interbankmarknaden. Interbankräntorna har stigit, framförallt för de korta löptiderna, och det har blivit dyrare att växla till sig kronor på valutaswapmarknaden. Bakgrunden är en minskad likviditet i systemet som följd av stora förfall i riksbankslån samt jämförelsevis stora placeringar i riksbankscertifikat. Samtidigt har efterfrågan på kronor varit relativt hög på valutaswapmarknaden. Att de stora förfallen skulle utlösa en viss initial volatilitet var väntat.

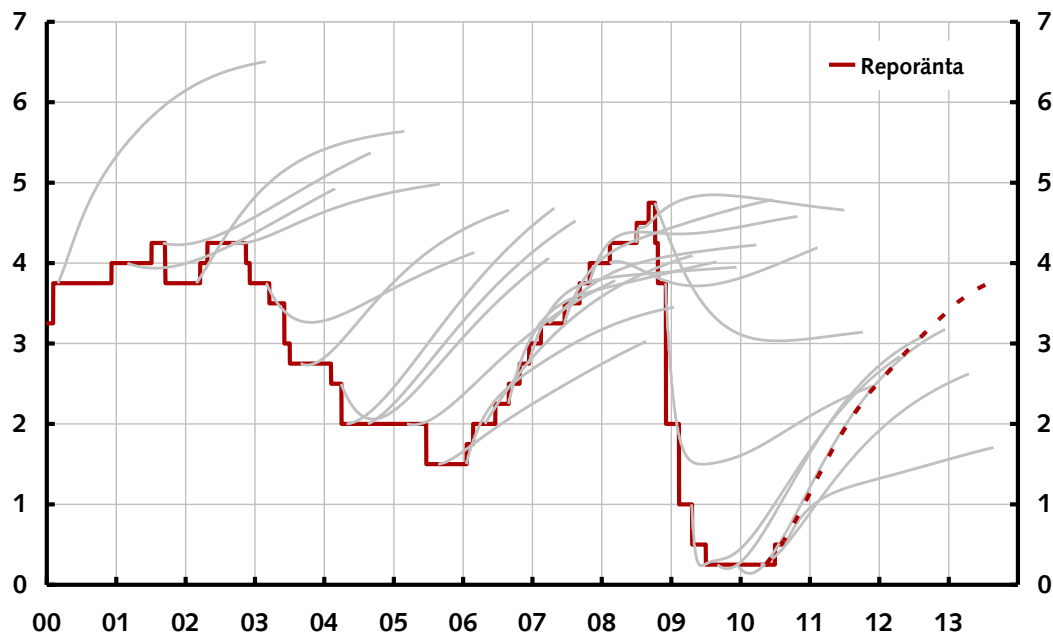
Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde först för nyinkommen statistik sedan 26 augusti då underlag i form av bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige hade presenterats för direktionen. Arbetslösheten i juli var i linje med den bedömningen men arbetade timmar var något starkare än väntat. Även utrikeshandeln och detaljhandelsindex utvecklades starkt i juli. BNP för det andra kvartalet i USA har reviderats ned, vilket har föranlett en marginell nedrevidering av den internationella konjunkturbilden för i år

Sedan det senaste penningpolitiska mötet den 30 juni har BNP-statistik för det andra kvartalet i Sverige kommit in starkt. Bakom denna utveckling ligger en stark export men även investeringar och konsumtion bidrar till bilden av en bred uppgång i svensk ekonomi. Sysselsättningen steg under juni och juli inom flera sektorer och förstärker intrycket av en tydlig vändning på arbetsmarknaden. Inflationen under samma period har utvecklats i linje med bedömningen i den senaste penningpolitiska rapporten. Återhämtningen i den globala ekonomin går dock trögare på många håll, inte minst i USA där tillväxtsutsikterna har reviderats ned. Nedrevideringen avspeglar en svag utveckling på bostads- och arbetsmarknaden, vilket dämpar konsumtionen framöver. Däremot tyder många indikatorer på att industrin i USA och andra omvärldsregioner utvecklas förhållandevis starkt.

Mot bakgrund av ovanstående utveckling föreslogs det att prognosen för reporäntebanan lämnas oförändrad och att reporäntan i linje med denna prognos höjs till 0,75 procent. Visserligen talar den starka utvecklingen av svensk ekonomi för en viss höjning av prognosen av reporäntan men revideringarna av svensk ekonomi är förhållandevis små samtidigt som osäkerheten i omvärlden har ökat, vilket talar för en oförändrad bana. De penningpolitiska förväntningarna som de kommer till uttryck i terminsräntor har också skiftat

ned under sommaren. Sådana skift kan vara svåra att tolka. Historiskt har den faktiska reporäntan ofta utvecklats annorlunda än vad marknadsaktörer enligt terminsräntor hade förväntat sig, se diagram1.

Diagram 1. Reporäntan och terminsräntor*



Källor: Reuters Ecowin och Riksbanken

* De gråa kurvorna är terminsräntekurvor som är ett grovt mått på marknads förväntningar om den framtida reporäntan. Exempelvis visar den gråa kurvan längst till vänster att marknadsaktörerna i början av år 2000 efter två höjningar av reporäntan i början av året förväntade sig en gradvis höjning av reporäntan från 3,75 procent till ca 6,50 procent i början av år 2003.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice Riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att säga att han stödde bilden av den internationella utvecklingen som den redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Den nya informationen under sommaren tyder på en svagare utveckling i USA än vad Riksbanken räknade med i den senaste penningpolitiska rapporten. Det gör det rimligt att revidera ner prognoserna för USA, men liksom de flesta andra bedömare bör Riksbanken inte i huvudscenariot räkna med en så kallad *double dip*.¹ Även den starka tillväxten i Asien har mattats av något. Utvecklingen i euroområdet blev å andra sidan starkare än väntat under andra kvartalet i år, särskilt i Tyskland. Men tillväxten andra halvåret och nästa år blir troligen långsammare bland annat på grund av den svagare utvecklingen i andra delar av världen. Det innebär att man liksom tidigare bör räkna med en relativt långsam återhämtning i omvärlden efter finanskrisen.

Men det finns naturligtvis en risk för en ännu svagare utveckling i omvärlden. Underskotten i statsfinanserna i många länder kommer att vara betydande i flera år och en förnyad

¹ En "double dip" beskriver en situation där återhämtningen efter en lågkonjunktur avbryts och övergår i en ny nedgångsfas.

turbulens på de finansiella marknaderna kan inte uteslutas. I början av sommaren dämpades oron på de finansiella marknaderna i Europa. Grekland kunde hantera budgetsaneringen och flera länder kunde åter finansiera sig på finansmarknaderna. Den europeiska tillsynskommittén CEBS stresstest av europeiska banker mottogs väl av marknaderna. Men spänningarna har stigit igen de senaste veckorna till följd av de svagare signalerna från USA, ökade problem i Irland och förnyade svårigheter för banker att finansiera sig på marknaderna. Räntedifferenser mot Tyskland och CDS-premier är nu tillbaka på de nivåer som de låg på i maj. Det gäller därför att även i fortsättningen vara uppmärksam på hur problemen i Europa utvecklas och vad den svagare utvecklingen i USA kan få för konsekvenser för Europa och för Sverige.

Normaliseringen av den svenska penningpolitiken har hittills inte lett till några problem på den svenska finansmarknaden. Riksbanken har börjat höja reporäntan och Riksbankens utlåning till bankerna har minskat från 335 mdkr i slutet av juni till 112 mdkr i slutet av augusti utan att några störningar på marknaden har uppstått. Det finns skäl att tro att det kommer att fungera väl när Riksbanken under hösten avvecklar den återstående utlåningen. Situationen på de finansiella marknaderna utgör inte till skillnad från i USA en begränsning för Riksbanken att fortsätta normaliseringen av penningpolitiken.

Vice Riksbankschef **Lars E.O. Svensson** delade i stort synen på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Det är stor osäkerhet om utvecklingen i euroområdet. Och i USA verkar det både mer osäkert och mer dystert än tidigare, med större risk för en "double dip" och kanske till och med deflation. Som en konsekvens av detta och uttalanden från både Federal Reserve och ECB är den bästa prognosen att både USA och euroområdet kommer att ha mycket låga styrräntor framöver. I linje med detta är förväntningarna om framtida styrräntor och därmed dagens korta och långa marknadsräntor i både USA och euroområdet mycket låga. Allt annat lika spelar detta roll för Sverige och nivån på marknadsräntor och räntebanan här. En liten öppen ekonomi som den svenska kan inte ha för stora skillnader mellan inhemska och utländska räntor utan att det får stora effekter på växelkursen.

Vice Riksbankschef **Karolina Ekholm** angav att hon inte har några invändningar mot hur konjunkturutsikterna i omvärlden beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Den senaste tidens utveckling i USA skapar farhågor att återhämtningen där kommer att ta mycket lång tid. Det kan förstås bli en allvarlig försvagning av konjunkturen och regelrätt deflation i USA, men Ekholm sa att hon delar bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppföljning att sannolikheten för ett sådant scenario är ganska liten.

I Europa kvarstår problemen med svaga statsfinanser och flera europeiska länder kommer att behöva strama åt finanspolitiken i ett läge där resursutnyttjandet är lågt. Med den svaga utvecklingen i USA och de svaga statsfinanserna i Europa är det rimligt att förvänta sig att penningpolitiken i dessa områden kommer att förbli expansiv under lång tid. Förväntningarna om styrräntor i USA och euroområdet har också skiftat ned under senare tid. Detta är något som kan få betydelse för Riksbankens penningpolitik, eftersom ränteskillnader mellan länder kan förväntas påverka växelkurserna. Allt annat lika kan man förvänta sig att en ökad räntedifferens gentemot omvärlden leder till en förstärkning av växelkursen. Det hänger dock också på vad man tror om den mer långsiktiga framtida växelkursen, som påverkas av inflationsskillnader mellan länder. Om man tror att inflationen i Sverige blir högre än i USA och euroområdet framöver behöver inte nödvändigtvis en

högre ränta här leda till en förstärkning av kronkursen. Ekholm bedömde att den senaste utvecklingen i USA och Europa talar för att räntorna i omvärlden kommer att stiga långsammare än vad Riksbanken tidigare trott och att detta kan leda till att reporäntan kan komma att behöva höjas långsammare än vad Riksbanken tidigare bedömt.

Vice Riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** noterade att uppgången i USA går trögare än väntat. Det började synas så smått i somras och det har blivit tydligare nu. Mest bekymmersamt är att siffrorna över arbetsmarknaden fortsatt att vara en besvikelse. Men även på bostadsmarknaden har utvecklingen överraskat negativt. Det är ett känsligt läge i ekonomin. Utan stöd i en bestående förstärkning av sysselsättningen kan konsumtionen inte ta över stafettpipen som tillväxtmotor när lagercykeln gett ifrån sig sitt övergående bidrag till tillväxten och effekterna av de finanspolitiska stimulanserna klingar av.

Allt ser dock inte nattsvalt ut i den amerikanska ekonomin. Ett exempel är de reviderade nationalräkenskaperna som inkommit sedan föregående möte. Tillväxten har i högre grad än vad tidigare statistik utvisade varit påverkad av lageruppbyggnad. Samtidigt har hushållen varit mer försiktiga med sina utgifter än vad tidigare statistik visat och sparkvoten har reviderats upp ordentligt. Det innebär att hushållen har kommit en bra bit på väg när det gäller att reparera sina balansräkningar och det ökar möjligheterna att konsumtionen tar bättre fart längre fram.

Ett positivt inslag är att företagens investeringar har vänt uppåt. Och i det sammanhanget kan det vara värt att notera att situationen på finansmarknaderna, idag jämfört med för ett år sedan, inte utgör en hämsko för åtminstone de större företagens expansion. Det kan slutligen noteras att inköpschefsindex för industrin och tjänstesektorn visserligen har rört sig nedåt men fortfarande ligger kvar i tillväxtzonen.

En ryckig tillväxtprocess med siffror som ömsom inger hopp ömsom är en besvikelse i förhållande till förväntningarna brukar vara vanligt i känsliga konjunkturskeden. Det gäller att inte ryckas med i alla svängningar. Men eftersom en rad utfallsdata och indikatorer pekar åt samma håll är det ändå rimligt att justera ner tillväxtprognoserna för USA i linje med det som skett i utkastet i den penningpolitiska uppföljningen. Tillväxtprocessen blir långsammare än tidigare bedömningar men det innebär inte att botten går ur ekonomin.

Det är som bekant stora skillnader i tillväxt mellan olika länder i euroområdet. En positiv faktor är att områdets största ekonomi Tyskland, vars tillväxt i och för sig främst bärs upp av stark export, också uppvisar ökade investeringar och faktiskt också en viss ökning i privat konsumtion. Skulle det bli en fortsättning på det skulle det kunna ge en viss draghjälp till de sydeuropeiska länderna. Risken för eurozonen är dock, oavsett utvecklingen i USA, att finanspolitiska åtstramningar knäcker dessa svagt spirande skott. Tillväxtprognosen för euroområdet i år är uppreviderad på grund av starkare utfall medan den för kommande år är i stort sett oförändrad. Det är klokt att inte ta ut svängarna mer än så. Prognosen för den internationella tillväxten är sammantaget en rimlig bedömning som kan bilda utgångspunkt för dagens räntebeslut.

Vice Riksbankschef **Lars Nyberg** angav att han i allt väsentligt delar den omvärldsbild som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Relativt lite har hänt sedan mötet i juli och det är svårt att koka en god soppa på en liten spik. Tillväxten i USA har mattats en aning, kanske inte helt oväntat, eftersom lageruppbyggnaden var ett så viktigt element under början av året. Fastighetsmarknaden har visat tydlig svaghet, men å andra

sidan ökar investeringar och industriproduktion. Även om utsikterna mörknat något är det svårt att tro på spådomarna om en ny "double dip". De finansiella marknaderna fungerar allt bättre och förra årets mantra om att kapitalbrist i bankerna skulle utgöra ett allvarligt hinder för konjunkturuppgången nämns alltmer sällan.

Tyskland överraskar å andra sidan med något högre tillväxt än förväntat. Det är intressant att notera att världshandeln, som föll med närmare 20 procent under hösten 2008 och vintern 2009, nu är tillbaka på tidigare nivåer. Det gynnar Tyskland, men också Sverige.

På de finansiella marknaderna har två faktorer minskat osäkerheten: För det första tolkades de europeiska stresstesterna av marknaden som att läget kanske inte var så allvarligt som man befarat. Om detta betyder att situationen är tillfredsställande är en helt annan sak. För det andra förefaller de nya Baselreglerna inte att bli så allvarligt hämmande på lönsamheten i banksystemet som man fruktat. Båda dessa faktorer har gjort finansieringssituationen något lättare såväl för länder med ifrågasatta statsfinanser som för deras banker. Men de fundamentala frågorna kring hur de stora budgetåtstramningarna i GIIPS²-länderna ska lyckas och hur de ska påverka tillväxten återstår naturligtvis. Även om viktiga osäkerhetsfaktorer undanröjts under sommaren återstår tillräckligt många frågetecken för att utvecklingen på olika marknader ska fortsätta att uppvisa en variabilitet utöver det normala ännu en tid. Det har man sett de senaste veckorna i samband med förnyad oro kring Grekland och Irland.

Riksbankschef **Stefan Ingves** framhöll att revideringarna för BNP-tillväxten i omvärlden är små och meddelade att han stödjer bedömningen av den internationella konjunkturbilden i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Riskerna för en mer utdragen återhämtning i omvärlden har dock ökat något. I USA kan tendenserna till en försvagning dröja sig kvar medan de obalanser som byggdes upp före krisen korrigeras. Efter djupa kriser brukar det ta en rätt lång tid innan produktion och arbetslöshet har kommit tillbaka till nivåerna före krisen, vilket Carmen Reinhart och Vincent Reinhart har visat i en uppsats som nyligen presenterades i Jackson Hole.³

I euroområdet finns tecken på en något minskad osäkerhet om statsfinanserna. Vårens räddningspaket innebär att det mest akuta skedet nu förefaller att vara över. Det borde också minska osäkerheten inom banksektorn. Att ställa problemen till rätta är dock en mångårig process som man inte kan vänta sig bli enhetlig i de länder som har problem. En återkommande oro rörande enskilda länder är sannolikt en del av bakgrundsbilden under överskådlig tid.

Om återhämtningen skulle försvagas mer märkbart i USA uppstår det följdverkningar i Asien och euroområdet. Omvärldsprognosen skulle då bli svagare än huvudscenariot i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Detta är dock inte läget nu och bedömningarna i den penningpolitiska uppföljningen innefattar inte en "double dip" i världsekonomin. Ingves tyckte att detta var en rimlig utgångspunkt.

Riksbankschef Stefan Ingves sammanfattade sedan diskussionen av konjunkturutsikterna i omvärlden med att alla i direktionen tycks instämma i den bedömning som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Processen att ta sig ur den finansiella krisen

² GIIPS är en beteckning för följande länder: Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien.

³ Se Reinhart, Carmen M. och Vincent R. Reinhart (2010), "After the Fall", NBER Working Paper 16334.

har pågått ett tag och en positiv tillväxt kan observeras i omvärlden även om återhämtningen ofta är trög och ryckig.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice Riksbankschef **Svante Öberg** stödde bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen som den redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Öberg ställde sig också bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och den räntebana som redovisas i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

BNP-tillväxten är hög, sysselsättningen ökar snabbt och resursutnyttjandet stiger. Inflationen mätt med KPIF kommer att vara något lägre än 2 procent under huvuddelen av prognosperioden, men den är 2 procent i slutet av prognosperioden. Inflationen mätt med KPI kommer däremot att vara något högre än 2 procent under senare delen av prognosperioden och det kommer att ta ytterligare ett par år efter prognosperiodens slut att nå inflationsmålet 2 procent. I takt med att resursutnyttjandet stiger bör Riksbanken successivt höja räntan för att undvika en överhettning i ekonomin längre fram. Sammantaget är det i nuvarande läge en väl avvägd penningpolitik.

Osäkerheten om räntebanan är naturligtvis som vanligt stor och särskilt stor på längre sikt. Det illustreras i diagram 1 som Per Jansson visade under föredragningen och av de så kallade trattdiagrammen i början av den penningpolitiska uppföljningen. Öberg kände ingen större osäkerhet när det gäller resten av året, men framhöll samtidigt att naturligtvis kan allt hända som det gjorde i september 2008 när Lehman gick omkull. Öbergs bedömning var att Riksbanken bör fortsätta att höja reporäntan med 0,25 procentenheter per möte under höstens möten till 1,25 procent i slutet av december. Däremot är osäkerheten större när det gäller räntebanan längre fram. Den kommer bland annat att bero på utvecklingen i euroområdet och i USA och hur de påverkar den svenska ekonomin. En svagare internationell utveckling skulle kunna medföra en svagare utveckling i Sverige och en lägre räntebana på längre sikt.

Men det finns också en risk för en starkare utveckling och en högre räntebana. Inflationstrycket är för närvarande lågt i Sverige. Resursutnyttjandet är lågt, löneökningarna är måttliga och inflationsimpulserna från omvärlden svaga. Men det är möjligt att inflationstrycket stiger mer än vad Riksbanken räknar med längre fram om takten i återhämtningen på arbetsmarknaden återigen har underskattats. Sysselsättningen ökar nu i en takt på 100 000 personer per år och arbetslösheten har börjat falla. Sist Sverige hade en så stark utveckling på arbetsmarknaden, 2006 och 2007, föll arbetslösheten med cirka 1 procentenhet per år. Nu räknar Riksbanken med en sysselsättningsökning på cirka 50 000 personer per år de närmaste två åren och ett fall i arbetslösheten med ungefär ½ procentenhet per år. Det kan vara en för försiktig bedömning.

Under hösten kommer successivt mer information som minskar osäkerheten om framtiden och Riksbanken kan då om det är motiverat revidera bilden av räntebanan längre fram.

Vice Riksbankschef **Lars E.O. Svensson** noterade att penningpolitiken syftar till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Då gäller det att välja en reporäntebana så att inflationsprognosen stabiliseras runt målet och

resursutnyttjandeprognozen stabiliseras runt en normal nivå. Normalt ligger ju inte inflationsprognosen exakt på målet, och resursutnyttjandeprognozen ligger inte exakt på en normal nivå. För att penningpolitiken i en sådan situation ska vara väl avvägd ska inflationsprognosen ligga över målet och resursutnyttjandeprognozen ligga under en normal nivå, eller vice versa. Om inflations- och resursutnyttjandeprognozen båda ligger för lågt kan ju måluppfyllelsen för båda förbättras om penningpolitiken blir mer expansiv. Då finns det inget avvägningsproblem. Likaså, om inflations- och resursutnyttjandeprognozen båda ligger för högt kan ju måluppfyllelsen för båda förbättras om penningpolitiken blir stramare. Då finns det inte heller något avvägningsproblem. Man kan säga att ett nödvändigt villkor för att penningpolitiken är väl avvägd är att inflationsgapet (mellan inflation och inflationsmål) och resursutnyttjandegapet (mellan resursutnyttjande och normalt resursutnyttjande) ska ha olika tecken. Om de har samma tecken är penningpolitiken inte väl avvägd. Detta är ett av de villkor för en bra inflationsmålpolitik som Jan Qvigstad, numera vice centralbankschef vid Norges Bank, har fört fram i en uppmärksam uppsats med titeln "When does an interest rate path 'look good'? Criteria for an appropriate future interest rate path" (Norges Bank Staff Memo No. 2005/06).

Om arbetslöshetsgapet (skillnaden mellan arbetslöshet och jämviktsarbetslöshet) används som mått på resursutnyttjandet blir förstås det nödvändiga villkoret för att penningpolitiken ska vara väl avvägd att inflationsgapet och arbetslöshetsgapet ska ha *samma* tecken. I nuläget har prognoserna för inflationsgapet och arbetslöshetsgapet *olika* tecken. Inflationsprognosen är för låg och arbetslöshetsprognosen är för hög. Därför är penningpolitiken i nuläget inte väl avvägd. En lättare penningpolitik kan förbättra måluppfyllelsen för både inflation och arbetslöshet. Med samma argument och samma diagram över policyalternativ som Svensson visat vid tidigare penningpolitiska möten (och som visats under beslutsprocessen men som inte publiceras i utkastet till penningpolitisk uppföljning) kan man alltså, med enligt Svensson oemotsäglich logik, visa att en lägre räntebana ger bättre måluppfyllelse och att det är bättre att lämna reporäntan oförändrad nu eller till och med sänka den till 0,25 procent.

Svensson hävdade att ett förbättrat ekonomiskt läge inte är något skäl för att höja styrräntan tidigare om KPIF-inflationen och resursutnyttjandet fortfarande blir för låga. Han saknade en diskussion av policyalternativ och alternativa räntebanor i den penningpolitiska uppföljningen. Tidigare hade Svensson fört fram en alternativ räntebana där reporäntan ligger något under huvudscenariots bana under några kvartal för att sedan gradvis återgå till huvudscenariots bana, utan att ifrågasätta reporäntebanans utseende och nivå längre fram. Denna gång var det dock motiverat med ett större skift ner av hela reporäntebanan.

Vid de penningpolitiska mötena i april och juni i år var skillnaden mellan reporäntebanan och den av marknaden förväntade utvecklingen av reporäntan stor, och marknadsförväntningarna ett par år framåt låg långt under räntebanan. Vid båda mötena hade Svensson efterfrågat en ordentlig analys av denna omständighet inför nästa möte och framhållit att han inte brukar vara den som säger att marknaden har rätt och Riksbanken har fel, men att han inte skulle bli förvånad om det skulle visa sig att det denna gång verkligen är marknaden som har rätt och Riksbanken som har fel. Nu hade Svensson tagit fram sin egen preliminära analys och slutsats. Slutsatsen var att marknaden har rätt och Riksbanken har fel när det gäller nivån på räntebanan framöver. Hela reporäntebanan bör skiftas ner till en nivå ungefär motsvarande marknadsförväntningarna.

Svensson förordade närmare bestämt en reporänta på 0,50 procent och en låg reporäntebana som sedan gradvis stiger mot 1,75 procent vid prognosperiodens slut. Det innebär inte att den långsiktiga genomsnittsnivån på reporäntan på ca 4 procent sänks, bara att reporäntebanan blir flackare och når den långsiktiga nivån bortom prognoshorisonten.

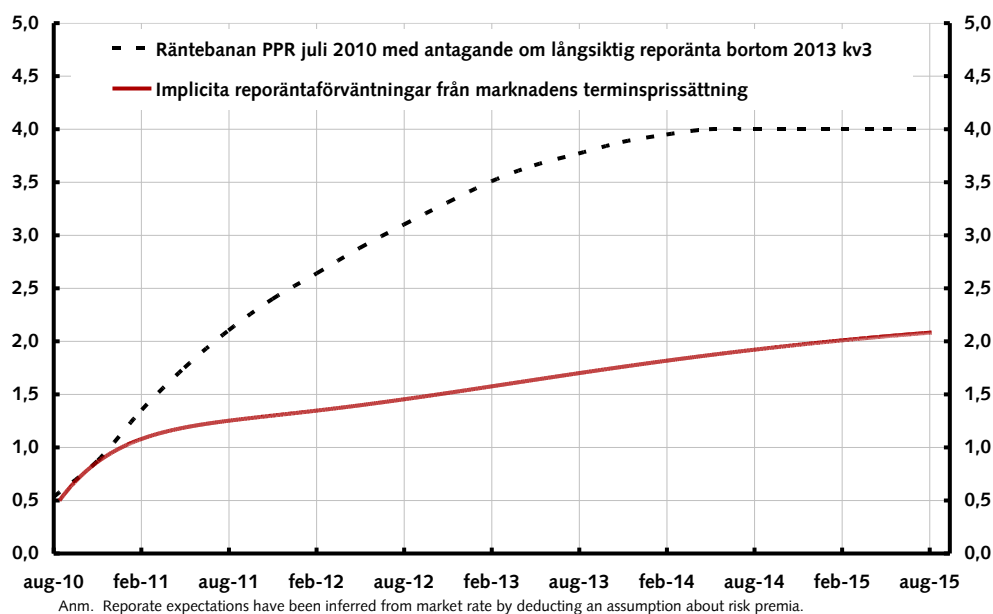
Svensson ansåg att huvudscenariots reporäntebana är orimligt hög. Den ligger långt över marknadsförväntningarna och motsvarande korta och långa marknadsräntor. Om den skulle få full trovärdighet så skulle marknadsförväntningarna skifta upp i motsvarande grad. Detta skulle få ödesdigra konsekvenser. Svensson uppmanade sina direktionskollegor att påpeka eventuella felaktigheter i hans resonemang.

Svenssons utgångspunkt var att penningpolitiken och den publicerade reporäntebanan verkar genom de marknadsförväntningar om framtida reporäntor den ger upphov till. Dessa marknadsförväntningar bestämmer sedan faktiska rådande marknadsräntor för olika löptider, den faktiska avkastningskurvan. Penningpolitiken verkar således genom den avkastningskurva den ger upphov till. Om räntebanan har full trovärdighet överensstämmer marknadsförväntningarna med räntebanan och ger upphov till en faktisk avkastningskurva som är förenlig med räntebanan. Om räntebanan har bristande trovärdighet avviker marknadsförväntningarna från reporäntebanan. Då kommer den faktiska avkastningskurvan att avvika från den avkastningskurva som är förenlig med reporäntebanan. I det förra fallet sammanfaller faktisk penningpolitik (faktisk avkastningskurva) med den avsedda penningpolitiken (den avkastningskurva som är förenlig med räntebanan). I det senare fallet skiljer den faktiska penningpolitiken sig från den avsedda. Svensson noterade att i detta sammanhang spelar prognosförmågan hos reporäntebanan och marknadsförväntningarna inte någon roll, utan bara vilken faktisk avkastningskurva som uppstår.

Svenssons resonemang kan förtydligas med hjälp av följande bilder. Diagram 2 visar räntebanan (juli och september 2010) utdragen 5 år fram i tiden samt terminsräntekurvan beräknad från marknadsräntor den 27 augusti och justerad för uppskattade terminspremier. Diagram 3 visar avkastningskurvor, det vill säga den avkastningskurva som motsvarar terminsräntan och den avkastningskurva som följer av reporäntebanan.⁴ Den vertikala axeln visar räntan i procent (beräknade utifrån marknadsnoteringar den 27 augusti) som funktion av tidpunkten för förfall som visas på den horisontella axeln. Skillnaden mellan de två avkastningskurvorna visar vad som skulle hända med räntor för olika löptider om reporäntebanan skulle bli trovärdig över natten, dvs. om marknadsförväntningarna i diagram 2 skulle skifta från den röda till den svartstreckade linjen. Detta under antagande om oförändrade riskpremier, som i alla händelser enligt normala tumregler och antaganden är tämligen små, ca 0,06 procent per år och således ca 0,30 procent för en femårsränta.

⁴ Kurvorna i diagram 3 visar avkastningskurvor i form av räntan på en nollkupongsobligation utfärdad den 27 augusti 2010 med förfall enligt den horisontella axeln fram till augusti 2015. Nollkupongräntorna i diagram 3 förhåller sig till terminsräntorna i diagram 2 som styckkostnad till marginalkostnad. Nollkupongräntan med förfall i augusti 2013 är således lika med den genomsnittliga terminsräntan fram till augusti 2013. Se Svensson, Lars E.O., "Skattning av terminsräntor", *Penning- och valutapolitik 1993:3*, för detaljer.

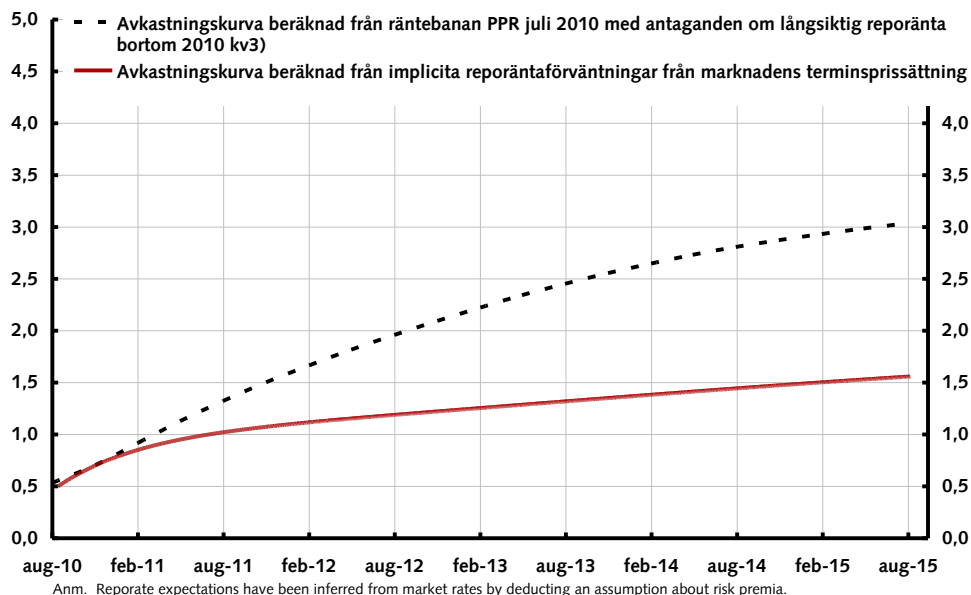
Diagram 2. Terminsräntor (27 augusti) och räntebana *



Källor: Reuters Ecowin och Riksbanken

* Beräkning av riskpremier är alltid behäftade med osäkerhet. Detta gäller särskilt för de längre horisonterna på 3-5 år då det saknas bra instrument som mätt på penningpolitiska förväntningar. I beräkningarna antar Svensson en förlängning av reporäntebanan efter prognoshorizonten med en fortsatt uppgång till 4 procent där reporäntan sedan ligger oförändrad.

Diagram 3. Avkastningskurva (marknadsprissättning 27 augusti) och räntebanabaserad avkastningskurva *



Källor: Reuters Ecowin och Riksbanken

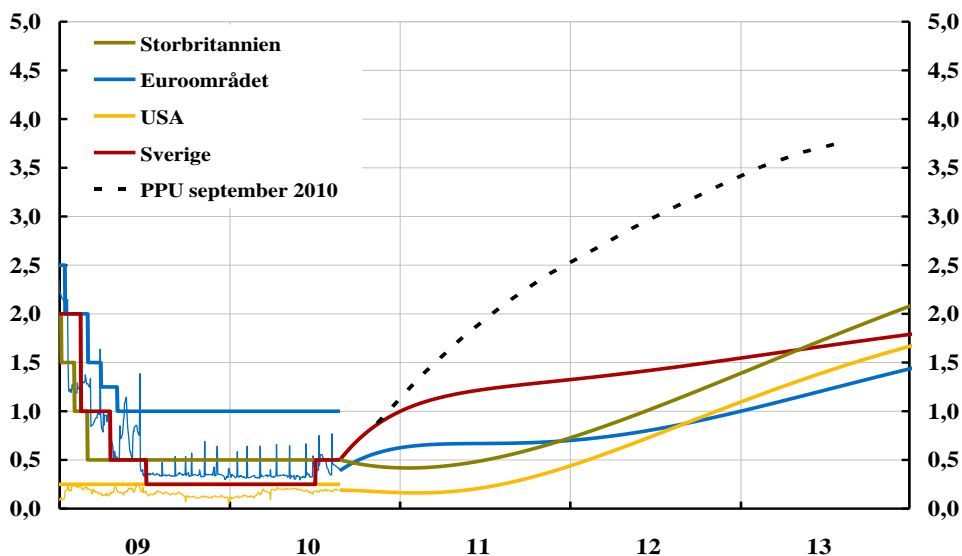
* Avkastningskurvan beräknad från terminsräntor kan inte direkt jämföras med en avkastningskurva beräknad från statsobligationsräntor på grund av en justering för riskpremier.

En treårsränta (med förfall i augusti 2013) skulle enligt diagram 3 öka med ca 1,2 procentenheter, en femårsränta (som förfaller i augusti 2015) skulle öka med närmare 1,5 procentenheter. I normala fall önskar Riksbanken ju att reporäntebanan ska bli trovärdig och inkorporeras i marknadsförväntningarna. Skulle detta hända nu skulle det innebära en drastisk höjning av räntor med dessa löptider, en mycket dramatisk åtstramning av penningpolitiken jämfört med nuvarande situation.

Svensson ansåg att nuvarande goda tillväxt och återhämtning beror på den faktiska penningpolitiken, det vill säga marknadsförväntningarna och nuvarande marknadsräntor för olika löptider, snarare än den avsedda penningpolitiken, reporäntebanan. En drastisk åtstramning av penningpolitiken skulle rimligtvis strypa denna tillväxt och återhämtning. Är detta rimligt? Den faktiska penningpolitiken enligt marknadsförväntningarna, verkar inte den mer lämplig i detta läge? Svensson menade att marknaden har rätt i meningen att nuvarande avkastningskurva är lämplig för den svenska ekonomin nu. Riksbanken har fel i meningen att den avkastningskurva som är förenlig med reporäntebanan skulle medföra en drastisk åtstramning och strypa återhämtningen av den svenska ekonomin.

Svensson ansåg också att en så stor ökning i ränteskillnaden mot utlandet skulle åtföljas av en kraftig kronförstärkning, som skulle minska inflationen ytterligare och särskilt drabba exportindustrin och dess återhämtning. Detta belyses i diagram 4, som förutom reporäntebana och styrränteförväntningar för Sverige även visar styrränteförväntningar för Europa och USA. Som nämndes i början på mötet ligger dessa mycket lågt. Givet uttalanden från Federal Reserve och ECB måste dessa låga styrränteförväntningar betraktas som mycket realistiska. Ränteskillnaden mellan svenska och utländska räntor är för närvarande måttlig. Om räntebanan skulle bli trovärdig och styrränteförväntningarna för Sverige skulle skifta upp till räntebanan skulle de förväntade ränteskillnaderna till omvärlden bli mycket stora. Det skulle utlösa stora kapitalflöden och leda till en kraftig appreciering av kronan. Både högre marknadsräntor och apprecierad krona skulle innebära en drastisk åtstramning av den faktiska penningpolitiken.

Diagram 4. Reporäntebana och förväntad styrränta för Sverige, euroområdet och USA (27 augusti)



Källor: Reuters Ecowin och Riksbanken

Svensson framhöll att detta inte är några småsaker när det gäller effekter på den svenska ekonomin. Vid tidigare möten hade han talat om skift i reporäntebanan på 25 punkter i fyra kvartal, som skulle motsvara ungefär 16 000 jobb, förlorade eller räddade, beroende på om det är en höjning eller sänkning av reporäntebanan som avses. Nu är det mer än 100 punkter i mer än 12 kvartal. Han framhöll att man får hoppas att sambandet inte är linjärt.

Reporäntebanan speglar den *avsedda* penningpolitiken. Marknadsförväntningarna (terminsräntekurvan justerad för riskpremier m m) speglar den *faktiska* penningpolitiken. Det är i första hand den faktiska penningpolitiken som påverkar ekonomin. Nuvarande utveckling av inflation och BNP och motsvarande återhämtning är alltså betingad på den faktiska penningpolitiken, inte den *avsedda*. Den faktiska penningpolitiken (marknadsförväntningarna) har varit mycket mer expansiv än Riksbankens *avsedda* penningpolitik (räntebanan). Detta har sannolikt bidragit till att utvecklingen av ekonomin överraskat i positiv riktning.

Svensson ansåg att en kraftig åtstramning av den faktiska penningpolitiken skulle sänka både inflation och BNP-tillväxt, bromsa återhämtningen, och hålla uppe arbetslösheten. Detta i ett läge när inflation och resursutnyttjande redan i utgångsläget är för lågt. Normalt är Riksbankens önskan och strävan att reporäntebanan ska få trovärdighet, inkorporeras i marknadsförväntningarna och prisas in i marknadsräntorna. På så sätt får ju penningpolitiken störst genomslag. Denna gång är det tvärtom. Svensson framhöll att om huvudscenariots räntebana får stöd av majoriteten får man hoppas att den fortsatt inte är trovärdig och därmed inte får för stora konsekvenser innan den förhoppningsvis kan rättas till vid nästa penningpolitiska möte. Ett gammalt talesätt är att "man ska vara försiktig med vad man önskar sig". Att få det man önskar sig kan nämligen få oförutsedda konsekvenser. Detta kanske är ett sådant fall. Svensson framhöll att man i detta fall inte skulle önska sig bättre trovärdighet för reporäntebanan.

Avslutningsvis noterade Svensson att en lägre reporäntebana ger mindre skillnad mellan inflationen mätt med KPI och inflationen mätt med KPIF och således förbättrar måluppfyllelsen för KPI-inflationen som annars tenderar att bli högre än målet.

Vice Riksbankschef **Karolina Ekholm** konstaterade att utvecklingen i Sverige återigen har blivit starkare än förväntat. Läget på arbetsmarknaden har förbättrats mer än vad som prognostiserades i den senaste penningpolitiska rapporten och framåtblickande indikatorer tyder på en relativt snabb återhämtning ett tag till.

Ekholm påminde om att när Riksbanken fattade beslut i juli tyckte hon att den snabba återhämtningen av ekonomin i sig motiverade en räntehöjning, men att hon ändå reserverade sig mot en sådan höjning. Ekholm sa att hon då tyckte att det fanns försiktighets-skäl som talade för att hålla reporäntan oförändrad, inte minst i ljuset av den osäkerhet som då rådde om konsekvenserna av de statsfinansiella problemen i euroområdet. Så här i efterhand kan man konstatera att en del av dessa farhågor var överdrivna. De statsfinansiella problemen i eurozonen kvarstår förstås, men de stresstester som publicerades under sommaren ledde i alla fall inte till några ökade problem för det europeiska banksystemet, utan tvärtom tycks de ha lett till ett förbättrat förtroende för systemet som helhet. Ekholm framhöll att hon också var orolig över att stora förfall av fasträntelån i Sverige och euroområdet skulle leda till ökade spreadar. Dessa förfall avlöpte i stort sett utan

störningar, även om det finns vissa tecken på förhöjda spreadar på interbankmarknaden under den senaste tiden.

Nu när återhämtningen återigen ser starkare ut än vad Riksbanken har prognostiserat reste Ekholm frågan om det är motiverat att höja räntan igen, trots att hon inte tyckte att den borde ha höjts vid förra mötet. Ekholm ansåg att det är motiverat att höja reporäntan. I ljuset av den starka utvecklingen i svensk ekonomi bedömde Ekholm att det är motiverat att nu lätta ytterligare något på gasen. Däremot är det inte motiverat att behålla den tidigare räntebanan. Att återhämtningen nu ser ut att ta längre tid i USA och att det sker en avmattning av tillväxten i Asien kommer att hålla tillbaka tillväxten och inflationen framöver här i Sverige. Detta innebär en låg inflation och ett lågt resursutnyttjande under prognosperioden, vilket också är inlagt i prognosen. Men det motiverar samtidigt en långsammare höjning av reporäntan än vad som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Med den räntebana som föreslås blir resursutnyttjandet lägre än normalt under i princip hela prognosperioden. Dessutom hamnar inflationen mätt med KPIF under 2 procent under merparten av perioden, även om inflationen mätt med KPI hamnar över inflationsmålet på grund av effekten av höjda boräntor. Sammantaget finns det alltså utrymme för en mer expansiv penningpolitik när man blickar framåt.

Ekholm tyckte dessutom att det finns anledning att vara lite försiktig när det gäller att hålla högre räntor än i omvärlden. Att Riksbanken höjer styrräntan tidigare än ECB och Federal Reserve är välmotiverat eftersom behovet av en fortsatt mycket expansiv penningpolitik är mindre i Sverige. Inte för att resursutnyttjandet nödvändigtvis är högre här än i USA och euroområdet just nu, men för att den svenska ekonomin i grunden är i bättre skick och har bättre förutsättningar att snabbt komma tillbaka till ett normalt resursutnyttjande. Men om räntorna i Sverige förväntas bli avsevärt mycket högre än räntorna i USA och övriga Europa utan att det motiveras av förväntningar om en avsevärt mycket högre inflation så riskerar kronan att förstärkas mer än vad Riksbanken räknar med. Det kan hålla tillbaka inflationen till följd av lägre importpriser och leda till ett lägre resursutnyttjande via en negativ effekt på nettoexporten.

Ekholm tydliggjorde att hon röstar för att höja reporäntan från 0,5 till 0,75 procent, men att hon reserverar sig mot den föreslagna räntebanan till förmån för en bana som är flackare, det vill säga en bana där reporäntan höjs i långsammare takt framöver. Reservationen motiveras huvudsakligen av att en svagare utveckling i omvärlden, i första hand USA, kan förväntas dra ned tillväxt och inflation också i Sverige längre fram och en långsammare höjning av reporäntan borde då leda till att inflationen hamnar närmare inflationsmålet och resursutnyttjandet närmare vad som är normalt.

Avslutningsvis ville Ekholm kommentera Svenssons resonemang om att i det fall reporäntebanan skulle bli trovärdig så skulle det innebära en dramatisk höjning av marknadsräntorna och en mycket dramatisk åtstramning av penningpolitiken jämfört med nuvarande situation. Det tycks som om de svenska terminräntorna följer med när terminräntorna skiftar i utlandet på ett sätt som gör att man kanske inte behöver oroa sig så mycket över att detta skulle inträffa. Men det vore bra att utreda mer noggrant hur terminräntorna påverkas av reporäntebanan och utländska terminräntor.

Vice Riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** noterade att för svensk del har ekonomiska data kommit in starkare än väntat. Exporten har återhämtat sig snabbt och dystra profetior om

att svensk exports sammansättning skulle utgöra en hämsko har kommit på skam. Ett stigande kapacitetsutnyttjande börjar få effekt på företagets investeringar och finansieringsmöjligheterna är inget hinder. Samtidigt har den privata konsumtionen utvecklats väl och hushållens optimism är hög. Det ser ut som alla cylindrar i tillväxtmotorn har dragit eller är på väg att dra igång och det har satt sina spår i arbetsmarknaden som återigen överraskat i styrka.

Samtidigt finns inget näraliggande hot mot inflationen under prognosperioden. I samband med förra penningpolitiska mötet framhöll Wickman-Parak att penningpolitiken måste ha framförhållning och ta hänsyn till vad Riksbankens beslut kan få för effekt även efter prognoshorisonten. Vid förra mötet hade hon framhållit att resursutnyttjandet visserligen var lågt och att arbetslösheten var hög men att det ändå fanns en risk att brist på arbetskraft kunde uppstå lite längre fram. Nu justeras prognosen för sysselsättningen upp ytterligare. Även bristtalen rör sig uppåt. Nivåerna är inte alls alarmerande men riktningen uppåt och är klar och tydlig. Visserligen har strukturella reformer vidtagits men hur mycket och på vilken sätt de verkar går inte att avgöra.

Hushållens upplåning utgör heller inget näraliggande problem. Men denna variabel är ändå en riskfaktor i det lite längre perspektivet. Wickman-Parak upprepade en ståndpunkt från förra mötet. En lite högre ränta nu kan få hushållen att börja anpassa sig så att en ännu högre skuldkvot inte tvingar dem att göra stora nedskärningar i konsumtionen när räntan ändå börjar höjas längre fram och det då kanske måste ske i snabba steg.

Direktionens beslut försöker på bästa möjliga sätt hantera risker. Risker för att det ska gå sämre i omvärlden, med återverkningar på Sveriges ekonomi, finns givetvis. Wickman-Parak ställde sig dock bakom huvudscenariot som en utgångspunkt för det penningpolitiska beslutet. Det finns risker på den inhemska sidan som inte är framträdande eller synliga nu men som kan byggas upp. Även om svensk ekonomi växer från låg nivå kan det finnas trögheter på arbetsmarknaden som gör att en tillväxt på 3-4 procent kan få flaskhalsar att uppstå. Stora svårigheter att få tag på yrkesutbildad arbetskraft var det stora temat innan krisen.

Det är nu något större osäkerhet om styrkan i återhämtningen i omvärlden. Men i svensk ekonomi har styrketecknen i stället blivit tydligare. Och det är svenska förhållanden som penningpolitiken ska inriktas på. Avslutningsvis ställde sig Wickman-Parak bakom såväl ett beslut att höja reporäntan till 0,75 procent som reporäntebanan. Med den räntebanan kommer reporäntan vara fortsatt låg framöver. Realt kommer den att vara negativ ett tag till för att sedan långsamt röra sig uppåt och ligga strax över en procent i slutet av prognoshorisonten.

När det gäller räntebanan är det naturligtvis så att ett bakslag i omvärlden skulle påverka svensk tillväxt negativt. I den situationen kan det givetvis finnas anledning att justera räntebanan. Det ligger i sakens natur, ändras prognosen för tillväxt och inflation så påverkas räntebanan. Men det som hänt sedan sommaren föranleder inte någon sådan ändring nu.

Vice Riksbankschef **Lars Nyberg** noterade att i dagsläget har bara en handfull europeiska banker full tillgång till internationella finansiella marknader och att de svenska storbankerna hör till dem, om än i något varierande grad. Sveriges banker framstår i internationell jämförelse som transparenta och välskötta och utan suspekta och svårvärderade tillgångar.

De problem som återstår i de baltiska länderna är kanske inte lösta, men väl kartlagda. Alla storbankerna rapporterar väsentligt lägre kreditförluster än väntat, inte minst i Sverige. Bankernas situation utgör inte något problem när det gäller att finansiera industrins expansion i den pågående konjunkturuppgången.

Konjunkturuppgången har fortsatt ungefär som väntat under juli och augusti, det vill säga sedan det senaste penningpolitiska mötet. Bilden av en stabil konjunkturuppgång har blivit tydligare och motiven för fortsatta gradvisa räntehöjningar allt starkare. Nyberg menade därför att reporäntebanan bör hållas oförändrad och att reporäntan som en konsekvens av detta bör höjas med en kvarts procentenhet vid dagens möte.

Utvecklingen beskrivs väl i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Överlag har ekonomin vuxit något snabbare än förväntat. För ett år sedan kunde knappast någon föreställa sig en ökning i BNP på 4 procent för 2010. Exporten, investeringarna och detaljhandeln har alla utvecklats något starkare än förutspått. Arbetsmarknaden ser väsentligt bättre ut och det finns anledning att än en gång revidera ned prognosen för arbetslösheten. Hushållens upplåning har ökat och det har även hushållens skulder som andel av disponibel inkomst. Ökningstakten i fastighetspriserna verkar dock avta. Detta är faktorer som bör uppmärksammas i den penningpolitiska diskussionen.

Osäkerheten kommer framför allt från omvärlden. I USA har Federal Reserve signalerat att man ämnar fortsätta att hålla räntan låg under överskådlig tid och i Europa har ECB funnit det lämpligt att fortsätta med de penningpolitiska stimulanserna. Men den svenska situationen förefaller mer lik den i Kanada eller i Australien där styrräntorna höjts som följd av en allt starkare inhemsk ekonomi.

Intressant är att förväntningarna om framtida reporäntor skiftat ned i USA och i Europa, men också i Sverige. I Sverige ligger nu marknadsaktörernas förväntningar om reporäntan 1-2 år framåt i tiden inte oväsentligt under reporäntebanan. Marknaden tror alltså att reporäntan kommer att höjas i en lugnare takt än som anges i reporäntebanan. Kanske för att marknaden tror på en mindre snabb konjunkturuppgång, kanske för att man tror att räntehöjningarna har mer bett när hushållen lånat så mycket till rörlig ränta. Det kan finnas flera förklaringar. Men med de inflationsförväntningar som också kan utläsas från marknaden innebär detta negativa realräntor under de närmaste åren, vilket kan tyckas märkligt. Det här är en fråga som det finns anledning att återkomma till vid nästa penningpolitiska rapport. Kanske har marknaden rätt? För dagens beslut om en räntehöjning spelar detta dock ingen roll. Förväntningarna för detta år sammanfaller väl med Riksbankens räntebana.

Det är ju inte heller helt uppenbart att marknadsförväntningarna, såsom de uttrycks i de implicita terminräntorna, ger en alldeles rättvis bild av vad Svensson kallar den "faktiska penningpolitiken", det vill säga den som påverkar beteendet hos individer och företag. Det är sannolikt inte någon allvarlig risk att marknaden plötsligt upptäcker att Riksbankens reporäntekurva är den "riktiga" och därför snabbt anpassar förväntningarna till denna, med de effekter på räntor och växelkurs som Svensson skisserar. Marknaden ser troligen reporäntebanan precis som Riksbanken vill att den ska uppfattas, nämligen som en prognos och inte som ett löfte. Och Riksbankens prognoser kan vara annorlunda än marknadens utan att detta behöver vara särskilt uppseendeväckande.

Slutligen en fråga om de okonventionella åtgärder inom penningpolitiken som Riksbanken har använt under krisen, det vill säga de särskilda lånen till bankerna. Riksbanken har fortsatt att avveckla sina krisåtgärder genom att inte ersätta de lån till marknadens aktörer som successivt förfallit. I den mån lån erbjudits har det skett till räntor som marknaden funnit ofördelaktiga – det vill säga det har funnits billigare finansiering på annat håll. Den 6 oktober förfaller det sista lånet med fast ränta på ett år som Riksbanken gav bankerna. När det har förfallit har bankerna i allt väsentligt återtagit ansvaret för dagslånemarknaden. Det är möjligt att det då inledningsvis kan uppstå friktioner så att någon bank hamnar på inlåning i Riksbanken till en ränta på reporäntan minus 75 punkter medan andra får låna av oss till en ränta på reporäntan plus 75 punkter. Det är i så fall inget att oroa sig över. Om inte dagslånemarknaden kan hantera sådana obalanser under normala förhållanden är detta ett problem för bankerna, inte för Riksbanken. Vissa banker missar en möjlig intäkt, andra får betala en onödig utgift. Sådant brukar snabbt rätta till sig. Om inte marknaden fungerar i kristider kan det däremot vara ett problem också för Riksbanken, eftersom förtroendet för det finansiella systemet från utländska investerare kan påverkas. Men nu är tiderna åter normala och det finns ingen anledning för Riksbanken att oroa sig för hur bankerna hanterar sina interna affärer.

Riksbankchef **Stefan Ingves** konstaterade att återhämtningen i den svenska ekonomin gynnas av att världshandeln växer snabbt och att statsfinanserna är i gott skick. Ökande export, konsumtion och investeringar bedöms bidra till högre BNP-tillväxt i Sverige än i euroområdet under hela prognosperioden. Sverige drabbades sent av den globala nedgången och gjorde det i ett läge med en i olika avseenden stark ekonomi. Med de förutsättningarna är det rimligt att återhämtningen i Sverige går fortare och är starkare än på annat håll. Det är sålunda rimligt att Sverige har en högre styrränta jämfört med länder med problem.

Mot den bakgrunden, och med de data som inkommit sedan Riksbankens beslut vid förra penningpolitiska mötet, är det rimligt att stödja förslaget att höja reporäntan samt stödja förslaget om räntebana. När det gäller räntebanan behöver Riksbanken återkomma med en djupare analys av den långsiktiga ekonomiska utvecklingen såväl utomlands som i Sverige, men det rör sig om ett framtida utredningsarbete som inte ändrar dagens ställningstagande. Det var också en lång process att införa en egen räntebana och detta bör man inte ändra på hur som helst.

Arbetsmarknaden har återhämtat sig bättre än vad Riksbanken räknade med och sysselsättningen revideras upp för hela prognosperioden. Det bidrar till att resursutnyttjandet i utgångsläget bedöms vara högre än tidigare och går mot en normalisering. Löneökningarna bedöms fortfarande bli ganska måttliga, mellan 2,5 och 3 procent per år. Produktiviteten bedöms öka med mellan 2 och 2,5 procent per år. Det bidrar sammantaget till en ganska långsam ökning av enhetsarbetskostnaderna under prognosperioden jämfört med historiska genomsnitt. Ändras de här förutsättningarna till följd av den goda tillväxten riskerar inflationen att bli högre.

Inflationsprognosen för det närmaste är något nedreviderad sedan den penningpolitiska rapporten i juli på grund av lägre energipriser och starkare krona. Mot slutet av prognosperioden räknar Riksbanken med en högre inflation än tidigare till följd av att resursutnyttjandet revideras upp. År 2012 bedöms inflationen mätt med KPIF bli 1,7 procent

i genomsnitt, vilket kan tyckas lågt, men mätt med KPI, som är Riksbankens målvariabel, bedöms inflationen bli 2,5 procent samma år.

Prognosen baseras på samma räntebana som i juli. Med den räntebanan klaras inflationsmålet samtidigt som resursutnyttjandet normaliseras. Det är därför rimligt att göra penningpolitiken något mindre expansiv och höja reporäntan till 0,75 procent idag. Tillsammans med att ett fasträntelån nyligen har förfallit bidrar det till en fortsatt normalisering av penningpolitiken. Det understödjer också Riksbankens strävan att undvika att det byggs upp nya finansiella obalanser i Sverige, vilket är en risk om räntan hålls alltför låg alltför länge. Det är bättre att höja gradvis nu än att tvingas till snabba räntehöjningar längre fram. Ingves poängterade att det här är avvägningar mellan kort och lång sikt som han inte tyckte att man kan bortse ifrån. Det går inte heller att lämna allt till så kallade makrotillsynsregler vars praktiska tillämpning ännu inte har utvecklats. Ingves avslutande med att kommentera de resonemang kring effekter på växelkurser som olika penningpolitiska beslut kan ge upphov till. Växelkursbedömningar är mycket osäkra och styrs av många faktorer och det är därför svårt att basera penningpolitiken på en fixerad syn på kronutvecklingen.

Förste vice Riksbankschef **Svante Öberg** ansåg att de frågor Svensson tar upp är viktiga. Riksbanken behöver under hösten gå igenom hur reporäntan i Sverige förhåller sig till styrräntorna i USA och euroområdet men inte bara det utan också en fördjupad analys av sambandet mellan den svenska reporäntan och svenska låneräntor och hur det påverkar transmissionsmekanismen. Det är ju den korta räntan och därmed dagens beslut om reporäntan som har störst betydelse för hushållens och företagens lånekostnader eftersom huvuddelen av deras upplåning sker till rörlig ränta, medan marknadens förväntningar om reporäntan och räntebanan på längre sikt har mindre betydelse för upplåningskostnaderna.

Däremot är hushållens förväntningar om bolåneräntan på längre sikt viktiga för deras beslut om lån till köp av bostad. De förväntningarna har utvecklats åt ett annat håll under den senaste tiden. Hushållens förväntningar om bolåneräntan har stigit sedan Riksbanken började höja reporäntan, och det är bra, medan marknadens förväntningar om reporäntan har sjunkit. En annan viktig fråga är hur den långsiktigt neutrala reporäntan påverkas av stigande räntemarginaler och nya regleringar. Det finns således mycket att fundera på under hösten.

Vice Riksbankschef **Karolina Ekholm** höll med om att det i princip behövs en ordentlig analys för att kunna dra välgrundade slutsatser om hur en flackare reporäntebana skulle behöva se ut för att leda till en väl avvägd penningpolitik. Hon gjorde ändå bedömningen att det är motiverat att sänka banan så att reporäntan i slutet av prognoshorisonten hamnar någon procentenhet lägre än den bana som föreslås i utkastet till PPU. Ekholm var däremot skeptisk till att skifta ned banan så mycket att den sammanfaller med den förväntade bana som impliceras av terminsräntorna. Med en sådan bana skulle reporäntan ligga mer än två procentenheter lägre än i den föreslagna reporäntebanan i slutet av prognoshorisonten. Ekholm ville dock betona att denna bedömning inte grundar sig på någon detaljerad analys.

Vice Riksbankschef **Lars E.O. Svensson** kommenterade därefter Ingves tidigare inlägg. Enligt Ingves skulle Sverige ha drabbats senare av krisen. Svensson höll inte med. I diagram 13 i utkastet till penningpolitisk uppföljning framgår att BNP började falla tidigare för Sverige än för euroområdet och USA, redan i första kvartalet 2008. BNP föll snabbare och mer i Sverige

än i euroområdet och USA och ligger fortfarande lägre än BNP i dessa länder. En intressant fråga är hur mycket potentiell BNP fallit i Sverige jämfört med euroområdet och USA. Svensson var benägen att tro att potentiell BNP mycket väl kan ha fallit mindre i Sverige, eftersom Sverige bara har utsatts för en efterfrågechock genom ett fall i exporten, medan euroområdet och USA har stora problem med sin finansiella sektor, ohållbar finanspolitik och betydande reformbehov. I så fall är det negativa produktionsgapet större i Sverige än i euroområdet och USA.

Svensson ville också göra ett klagande beträffande Ingves kommentar om en anpassning av räntebanan till marknadsförväntningarna. Svensson menade absolut inte att man alltid ska anpassa reporäntebanan till marknadsförväntningarna. Det finns forskning på detta område. En viktig slutsats är att om penningpolitiken anpassas till marknadsförväntningarna och marknadsförväntningarna påverkas av penningpolitiken så förlorar man ankaret och flera olika jämvikter kan uppstå. Svensson hävdade att *just denna gång*, men inte i allmänhet, har marknaden rätt och Riksbanken fel. Som vanligt gäller det att välja en reporäntebana som bäst stabiliserar inflation och resursutnyttjandet. Just denna gång är marknadsförväntningarna bättre på det än huvudscenariots räntebana.

Svensson kommenterade även Ingves oro för att finansiella obalanser för hushållen skulle kunna byggas upp med alltför låg ränta. Svensson var inte oroad över detta. Skälet är att hushållens balansräkningar är så starka. Hushållens genomsnittliga belåningsgrad är bara ungefär 30 procent av deras totala tillgångar inklusive bostäder. Hushållen har således stora förmögenheter och dessa ökar eftersom sparkvoten är hög. Istället för att oroas över kvoten mellan skulder och disponibel inkomst är det förmodligen bättre att jämföra med kvoten mellan förmögenhet och disponibel inkomst. För övrigt är ju hushållens balansräkningar en fråga som Riksbanken kommer att ta upp och analysera i detalj i rapporten om finansiell stabilitet senare i höst.

När det gäller den viktiga frågan om reporäntebanans höjd hade Svensson ett par frågor till sina kollegor i direktionen. Han var mycket intresserad av hur de som vill bibehålla den höga reporäntebanan resonerar. Såvitt Svensson förstod ifrågasätter de inte att trovärdighet för reporäntebanan och ett skift av marknadsförväntningarna till reporäntebanan skulle medföra att avkastningskurvan skulle skifta upp och att långa marknadsräntor då skulle stiga så mycket som Svensson sagt. Dessa ökningarna är ju för övrigt resultatet av ren logik och aritmetik. Men betyder det att övriga i direktionen menar att dessa stora ränteökningar, 1,2 procentenheter för en tre-årsränta och 1,5 procentenheter för en femårs-ränta, inte skulle ha någon större effekt på den svenska ekonomin och växelkursen? Eller betyder det att de förutsäger eller till och med hoppas de på att den höga reporäntebanan inte ska bli trovärdig och således att marknadsförväntningarna och marknadsräntorna inte ska skifta upp? Svensson förstod inte hur deras resonemang går ihop och hoppades på ett klagande.

Svensson noterade vidare att när det gäller överensstämmelsen mellan marknadsförväntningarna och reporäntebanan är detta något som han har behandlat i ett par uppsatser i *Penning- och valutapolitik*. Hans slutsats i dessa arbeten är att det i stort sett har varit god överensstämmelse och därmed hög trovärdighet för reporäntebanan fram till och med februari 2009, medan trovärdigheten minskat och marknadsförväntningarna legat över reporäntebanan från och med april 2009. Senare, från och med februari 2010, har ju det motsatta förhållandet uppstått, nämligen att marknadsförväntningarna ligger under reporäntebanan. Men under lång tid var trovärdigheten för reporäntebanan tämligen god.

Svensson avslutade med att ställa frågan varför han vill skifta ner reporäntebanan så mycket redan nu, efter en ganska preliminär analys, istället för att vänta och möjligtvis skifta ner den vid nästa penningpolitiska möte om knappt två månader. Anledningen är att många ekonomiska aktörers, hushåll och bolånetagare till exempel, förväntningar influeras av Riksbankens kommunikation och annonserade reporäntebana. Många av dessa aktörer är inte lika sofistikerade som en del marknadsaktörer och inser inte att Riksbankens reporäntebana är orimligt hög och kommer att skifta ner. De kommer istället att i två månader få missledande information om överdrivet höga framtida räntor, och riskerar att fatta mindre bra ekonomiska beslut. Eftersom argumenten för varför den höga reporäntebanan är orimligt hög är så starka, och inga motargument har framförts, är det klart att ett stort nedåtskift i reporäntebanan kommer förr eller senare. För att inte Riksbanken ska ge missledande information under två månader till är det då bättre att detta skift kommer förr snarare än senare.

Vice Riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ville kommentera diskussionen om en ändrad räntebana framöver. Hon menade att om utsikterna för den reala ekonomin och inflationen ändras får man naturligtvis en anpassning av räntebanan därefter. En annan sak är huruvida marknaden har "rätt" eller "fel". Hon menade att Riksbanken efter noggrant övervägande kommit fram till att publicera en egen räntebana. Det är viktigt att vara tydlig med att det är en ordning som kommer att gälla även framöver. Det finns inga starka skäl att tro att marknaden alltid har rätt. Det diagram som Per Jansson visat i sitt inlägg ger en bild av hur det sett ut på den punkten. Wickman-Parak välkomnade därför Svenssons förtydligande att man inte mekaniskt ska använda sig av marknadens förväntningar framöver utan att Svensson just denna gång hade en syn som nära sammanföll med marknadens förväntningar.

Vice Riksbankschef **Lars Nyberg** menade att marknadens bedömningar av den framtida reporäntan ofta visat sig vara felaktiga och påpekade att detta var ett skäl till att Riksbanken övergick till en egen räntebana. Nyberg tolkade Svensson som att Riksbanken borde sänka räntebanan så att den kom att sammanfalla med marknadens förväntningar, eftersom dessa ger en bättre bild av den "faktiska" penningpolitiken, det vill säga den som påverkar beteendet hos hushåll och företag. En sådan sänkning skulle då inte ge några effekter i ekonomin, eftersom det bara skulle vara en anpassning till "verkligheten". Nyberg trodde emellertid att en så kraftig sänkning av räntebanan skulle uppfattas som en tydlig signal om en lättare penningpolitik och därmed också få tydliga effekter både på räntor och på växelkurs.

Riksbankschef **Stefan Ingves** kommenterade Svenssons tidigare inlägg om huruvida svensk ekonomi påverkades tidigt eller sent av den finansiella krisen. Ingves menade att man bör se på ett flertal olika faktorer, inte bara BNP, då man bedömer detta. Exempelvis bör man se på hur den finansiella sektorn påverkades. Ingves menade att hans samlade bedömning är att Sverige kommit lindrigare undan än de flesta andra länder. Avslutningsvis finns det idag ingen anledning att ändra räntebanan eftersom det i dagsläget inte finns tillräckligt med ny information för att fatta ett sådant beslut.

Vice Riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ansåg att Lars Nyberg ställer en mycket viktig fråga. Hur kommer marknaden att reagera om Riksbanken nu skulle sänka reporäntebanan så mycket som Svensson förespråkar? Skulle marknadsförväntningarna ligga kvar eller skulle de skifta ner? Det vet man inte. Svensson ansåg dock att om de skulle skifta ner litet grann så

har han inte något emot det, eftersom penningpolitiken då skulle bli lite mer expansiv i ett läge när KPIF-inflationen ligger lågt och arbetslösheten är hög.

Svensson besvarade också frågan om varför han vill skifta reporäntebanan just till marknadsförväntningarna och inte till en högre eller lägre reporäntebana än dessa. Svensson ansåg att den nuvarande utvecklingen i och återhämtningen av den svenska ekonomin just nu är ganska lagom och bra. Den beror ju på den faktiska penningpolitiken, dvs. marknadsförväntningarna och de faktiska marknadsräntorna för olika löptider. Svensson menade att nuvarande prognoser för inflation och BNP är förenliga med nuvarande ränteläge, marknadsförväntningar och avkastningskurvan. Då är det lämpligt att ändra den avsedda penningpolitiken till den faktiska, och således skifta ner reporäntebanan till marknadsförväntningarna. Men att marknaden ligger rätt gäller just denna gång, inte nödvändigtvis framöver.

Svensson ställde också frågan om vad som förklarar den höga nivån för räntebanan. Svensson menade att ett nivåfel gradvis smugit sig in och så småningom blivit allt större. En möjlig förklaring är att de penningpolitiska besluten alltför mycket styrs av revideringstendenser. Det innebär att det förra penningpolitiska beslutet och den förra reporäntebanan okritiskt tas för givna och att reporäntebanan sedan skiftas upp eller ner beroende på om ekonomin utvecklas starkare eller svagare än väntat och om inflationen utvecklas starkare eller svagare än väntat. Inget penningpolitiskt beslut är perfekt, utan varje gång görs det ett större eller mindre fel. Genom att styras av revideringstendenser kommer då nya fel att läggas till gamla. Den som kommer ihåg sin introduktionskurs i statistik eller finansieringslära inser att detta gör att penningpolitiken får ett inslag av en "random walk", som gör att den kan driva iväg och så småningom ge upphov till stora nivåfel. För att motverka detta måste det till en felkorrigeringsmekanism. Den förra reporäntebanan får inte okritiskt tas som utgångspunkt. Svensson påminde om att han vid förra penningpolitiska mötet kritiserade vad han kallade revideringsargumentet och hävdade att varje penningpolitiskt beslut bör stå för sig själv och inte luta sig mot det föregående.

Svensson upprepade att den faktiska penningpolitiken (marknadsförväntningarna) har varit mycket mer expansiv än Riksbankens avsedda penningpolitik (räntebanan) och att detta bidragit till varför utvecklingen av ekonomin överraskat i positiv riktning. Det har varit den svenska ekonomins smala lycka att reporäntebanan inte varit trovärdig.

Vice Riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att den fråga som Nyberg tar upp är en kärnfråga som behöver redas ut framöver. Hur påverkar Riksbankens beslut om reporäntebana marknadsräntorna och därmed vilken effekt penningpolitiken får? Det finns skäl att tro, i likhet med Nyberg, att en stor nedrevidering av reporäntebanan nu skulle påverka marknadsräntorna i negativ riktning och därmed göra den "faktiska" penningpolitiken mer expansiv snarare än att hålla den oförändrad. Ekholm påpekade att detta dock endast är en hypotes och det vore bra att borra djupare i frågan om hur beslut om förändringar i reporäntebanan påverkar marknadsräntorna. Inte minst är det viktig information att ha som underlag om man ska hantera den nivåproblematik som Svensson har tagit upp. Om direktionen i något läge vill göra justeringar i reporäntans nivå är det viktigt att ha en klar uppfattning om hur det kan tänkas påverka marknadsräntorna och därmed vilken effekt den förda penningpolitiken får.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade den penningpolitiska diskussionen. Utvecklingen i svensk ekonomi har hittills i år varit stark. Världshandeln har stigit snabbt, vilket har bidragit till att exporten och investeringar har tagit ordentlig fart. Det har också skett en betydande förbättring på arbetsmarknaden. Hushållens framtidstro är ljus, vilket medför att konsumtionen ökar. Samtidigt finns det tecken på att återhämtningen i USA kommer att ta något längre tid än väntat. BNP-tillväxten i euroområdet har varit oväntat hög, men återhämtningen där väntas ta tid till följd av bland annat omfattande finanspolitisk åtstramning i flera europeiska länder. En fortsatt återhållsam aktivitet i euroområdet och en mer utdragen återhämtning i USA väntas dämpa utvecklingen något i Sverige på sikt.

Inflationstrycket är fortsatt lågt i svensk ekonomi, men väntas stiga i takt med att arbetsmarknaden förbättras och konjunkturläget stärks. För att klara inflationsmålet om 2 procent och samtidigt bidra till en stabil ekonomisk utveckling behöver räntan gradvis höjas mot mer normala nivåer. Det finns en majoritet i direktionen för den räntebana som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Till bilden hör också att hushållens skuldsättning ökat påtagligt under senare år. Under sommaren förföll två av de tre lån till fast ränta som gavs ut till bankerna under 2009. Att dessa lån förfallit och inte ersatts av nya lån till låg och fast ränta är också en del av normaliseringen av penningpolitiken.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, [protokollsbilaga A](#)
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen torsdagen den 2 september 2010 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 8 september 2010,
- att höja utlåningsräntan till 1,50 procent och att höja inlåningsräntan till 0,00 procent med tillämpning från och med den 8 september 2010,
- att torsdagen den 2 september 2010 kl 9:30 offentliggöra besluten ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 15 september 2010 kl 9:30.

Vice Riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet att höja räntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent samt mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Vice Riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot reporäntebanan.

Vice Riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet att höja räntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent samt mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Han förordade en reporänta på 0,50 procent och en låg reporäntebana som sedan gradvis stiger mot 1,75 procent vid prognosperiodens slut. Den högre reporäntebanan i huvudscenariot i den penningpolitiska uppföljningen skulle nämligen, om den får trovärdighet och inkorporeras i marknadsförväntningarna, medföra en betydande åtstramning av den nuvarande faktiska penningpolitiken med en kraftig höjning av

marknadsräntor med längre löptid och en kraftig kronförstärkning, vilket skulle sänka den redan låga KPIF-inflationen och höja den redan höga arbetslösheten under prognosperioden.

Vice Riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Hon förordade en flackare reporäntebana med en reporänta vid slutet av prognoshorisonten som ligger någon procentenhet lägre än i den beslutade räntebanan. Hennes huvudsakliga motivering var att en svagare utveckling i omvärlden kan förväntas dra ned tillväxt och inflation också i Sverige längre fram och att en långsammare höjning av reporäntan då borde leda till att inflationen hamnar närmare inflationsmålet och att resursutnyttjandet hamnar närmare vad som är normalt.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

Karolina Ekholm

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg