



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 5

DATUM: 2010-10-25

MÖTESTID: 09.00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Hanna Armelius
Claes Berg
Carl-Johan Belfrage
Heidi Elmér
Eric Frieberg
Gudrun Gunnarsdottir (§ 1)
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Hanna Larsson (§ 1)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Mattias Persson (§ 1)
Cecilia Roos-Isaksson
Øistein Røisland
Olof Sandstedt (§ 1)
Britta von Schoultz
Jonas Söderberg (§ 1)
David Vestin
Staffan Viotti

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Hanna Armelius och Carl-Johan Belfrage skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

Gudrun Gunnarsdottir från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten. Hon konstaterade att de underliggande statsfinansiella problemen i Europa kvarstod men att de utgjorde mindre av en risk för den finansiella stabiliteten då den europeiska fonden EFSF nu finns

på plats och upplåningskostnaderna för de sydeuropeiska länderna jämfört med Tyskland har minskat.

De låga styrräntorna i utlandet har gett upphov till att investerare söker sig till tillgångar som ger högre avkastning. Detta har lett till stigande råvarupriser, och till såväl kapitalinflöden som stigande aktiepriser i tillväxtekonomierna.

Den europeiska centralbanken ECB:s och Riksbankens balansomslutningar har minskat medan Federal Reserve och Bank of England inte har påbörjat avvecklingen av sina extraordinära åtgärder. I Sverige har det sista fasträntelånet nu förfallit, och i samband med det har det uppstått vissa störningar på interbankmarknaden.

Mattias Persson, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, gjorde bedömningen att störningarna på interbankmarknaden var tillfälliga. Bankerna har tillgång till finansiering och marknaderna fungerar nu utan stöd från Riksbankens sida.

Hanna Larsson från avdelningen för penningpolitik redogjorde för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Enligt prissättningen på marknaden förväntas en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Även vid de påföljande två mötena är höjningar av reporäntan inprisad. De penningpolitiska förväntningarna på upp till 2 års sikt hade enligt Prosperas undersökning stigit med 30-40 punkter jämfört med det senaste undersökningstillfället. Också terminsprissättningen tyder på att de penningpolitiska förväntningarna är något högre nu än vad de var i såväl september som i mitten av oktober. En liknande utveckling har skett i euroområdet.

Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde först för nyinkommen statistik sedan den 14 oktober då bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige hade presenterats för direktionen. Därefter lade han fram underlag till direktionens diskussion i form av utkast till penningpolitisk rapport. Han noterade inledningsvis att förutsättningar för underlaget i form av en omvärldsbild och nulägesbeskrivning hade presenterats av avdelningen för penningpolitik och diskuterats vid möten den 5 och 6 oktober. På ett direktionsmöte den 19 oktober bordlades prognoser och texter.

Sedan det senaste penningpolitiska mötet den 1 september har andra kvartalets BNP-tillväxt i Sverige reviderats upp betydligt och arbetslösheten har sjunkit mer än prognostiserat. Samtidigt har inflationen i augusti och september varit marginellt högre än förväntat, främst till följd av högre energipriser.

Enligt prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport fortsätter den breda uppgången i svensk ekonomi enligt det mönster som är vanligt i konjunkturuppgångar, nämligen med en stark exportutveckling som följs av stigande investeringar och konsumtion. En stadig förbättring på arbetsmarknaden förutses och samtliga mått på resursutnyttjandet kommer att normaliseras under prognosperioden, det vill säga senast 2013. KPIF-inflationen faller inledningsvis till följd av en kronförstärkning men stiger sedan och uppgår till cirka 2 procent från mitten av 2013. KPI-inflationen stiger till över 2 procent 2012 som en tillfällig effekt av reporäntehöjningarna på bolånekostnaderna. Reporäntan höjs successivt och hamnar på 3,5 procent i slutet av 2013.

Den realekonomiska utvecklingen i Sverige förväntas bli stark, i synnerhet på kort sikt, samtidigt som återhämtningen i USA och euroområdet tar tid, vilket förklaras i närmare

detalj i en fördjupning. Styrkan i den svenska ekonomin förklaras just nu i stor utsträckning av den höga andelen export med inriktning mot investeringsvaror och varaktiga konsumtionsvaror, ett högt hushållssparande, mycket starka offentliga finanser och ett stabilt finansiellt system.

Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september är prognoserna för BNP och inflation i omvärlden marginellt justerade. Denna utveckling anses dock kräva stöd i form av lägre styrräntor än i den prognosen. Den realekonomiska utvecklingen i Sverige har reviderats upp samtidigt som inflationen är lite lägre på grund av produktivitetseffekter och den kronförstärkning som följer av lägre styrräntor i omvärlden. Reporäntan föreslås höjas i långsammare takt än i föregående prognos mot bakgrund av ett minskat inflationstryck.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att han stöder bilden av den internationella utvecklingen som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Han konstaterade att revideringarna sedan i september var små. Han ville dock nämna något om sin syn på utvecklingen och riskerna.

Utvecklingen i USA är bekymmersam. BNP-tillväxten är måttlig, arbetslösheten hög och inflationstrycket lågt. Erfarenheterna av tidigare finanskriser tyder på att man kan räkna med en lång period av dämpad BNP-tillväxt och hög arbetslöshet i USA. Utvecklingen i Europa är bättre men inte bra. BNP-tillväxten är måttlig och arbetslösheten är hög. Flera länder har stora problem med sina banker och offentliga finanser och finanspolitiken måste stramas åt i de flesta europeiska länder. Inflationstrycket är inte lika lågt som i USA. ECB har dragit ner på utlåningen till bankerna och de korta räntorna i euroområdet har därmed stigit de senaste månaderna, i stort sett lika mycket som i Sverige. Utvecklingen för världen som helhet är däremot stark. BNP-tillväxten beräknas bli drygt 4 procent per år under prognosperioden, inte långt från den nivå som uppnåddes före krisen. Det beror på den snabba tillväxten i de så kallade tillväxt- och utvecklingsländerna. De svarar tillsammans för hälften av världens BNP och tre fjärdedelar av världens BNP-tillväxt. Inflationen är också högre i många av dessa länder. Den starka tillväxten i världen som helhet bidrar både till stigande export från USA och Europa, inklusive Sverige, och till stigande priser på energi och råvaror och därmed i förlängningen även till stigande konsumentpriser.

När det gäller riskerna var Öbergs bedömning att osäkerheten har ökat under senare tid. Det finns en risk att utvecklingen i USA blir sämre än i prognosen. Möjligheterna att stimulera ekonomin med finanspolitik är i stort sett uttömda till följd av de stora underskotten i de offentliga finanserna. Penningpolitiken är däremot expansiv för att understödja återhämtningen och Federal Reserve diskuterar möjligheterna till ytterligare stimulanser genom köp av obligationer. Hur det kan komma att hjälpa upp situationen är ännu oklart. En annan risk är att de stora skillnaderna i utvecklingen i olika delar av världen kan leda till problem. Den finansiella krisen har medfört ett skift nedåt i världshandeln i förhållande till tidigare trender. Dessutom har de låga räntorna i USA och euroområdet lett till problem i andra länder med kapitalinflöden som driver upp växelkurser och tillgångspriser. Det finns därför en risk att dessa länder försöker motverka apprecieringen av de egna valutorna för att stärka den egna exporten och tillväxten, inför

protektionistiska inslag i handelsutbytet och inför restriktioner på kapitalflöden. Det kan sätta igång en negativ spiral.

Å andra sidan kan det vända uppåt snabbt när väl bostadsmarknaden i USA börjar förbättras och sysselsättningen börjar öka tillräckligt snabbt för att dra ner arbetslösheten. Räntorna på statsobligationer med långa löptider i USA är för närvarande nedpressade av den svaga ekonomiska utvecklingen, flykt till kvalitet och förväntningarna om att Federal Reserve ska utöka sina köp av obligationer. Om utvecklingen i USA kommer igång snabbare än väntat kan räntorna på långa amerikanska statsobligationer komma att stiga snabbt. Det såg vi senast under första halvåret 2009 då räntan på tioåriga statsobligationer steg från 2 till 4 procent. Räntan på tioåriga statsobligationer i USA fungerar som ett riktmärke för andra tillgångar i världen. En bättre utveckling i USA kan därför påverka de långa räntorna inte bara i USA utan också i andra länder inklusive Sverige.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** förklarade att hon delar synen på utvecklingen av inflation och BNP som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon var dock skeptisk till prognosen för utländska styrräntor så som de uttrycks i den TCW-vägda banan i diagram 1.18 i utkastet till penningpolitisk rapport, trots att den innebär en nedrevidering i förhållande till motsvarande bana i den penningpolitiska uppföljningen i september. Banan följer implicita terminräntor i fyra kvartal men avviker sedan genom att historiska samband mellan styrräntor och makrovariabler som inflation och BNP-tillväxt påverkar prognosen där de prognostiserade värdena på inflation och BNP används som utgångspunkt.

Enligt Ekholm finns ett antal faktorer som talar för lägre styrräntor längre fram. Kommunikation från den amerikanska centralbanken Federal Reserve, den europeiska centralbanken ECB och Bank of England tyder på att de, givet deras egna prognoser, ser ett behov av att hålla styrräntan oförändrad längre än vad som implicit ligger i den TCW-viktade banan i diagram 1.18 i utkastet till penningpolitisk rapport. Att ett sådant behov finns stöds av att återhämtningen ser ut att gå trögt i USA. Bostadspriserna har inte återhämtat sig, arbetslösheten har bitit sig fast på en hög nivå och utrymmet för ytterligare finanspolitiska stimulanser är begränsat. Samtidigt gör den statsfinansiella situationen i euroområdet och Storbritannien att finanspolitiken av allt att döma kommer att bli åtstramande framöver, vilket motiverar att penningpolitiken motverkar effekten på ekonomin genom att vara fortsatt expansiv. Dessutom kan, vilket Öberg redan påpekat, viljan att undvika förstärkningar av växelkurserna som påverkar nettoexporten negativt leda till generellt låga styrräntor i omvärlden.

Sammantaget ansåg Ekholm att den blå kurvan i diagram R11 i utkastet till penningpolitisk rapport utgör en rimligare prognos för penningpolitiken utanför Sverige och poängterade att detta har implikationer för hennes bedömning av vad som är en lämplig penningpolitik i Sverige framöver.

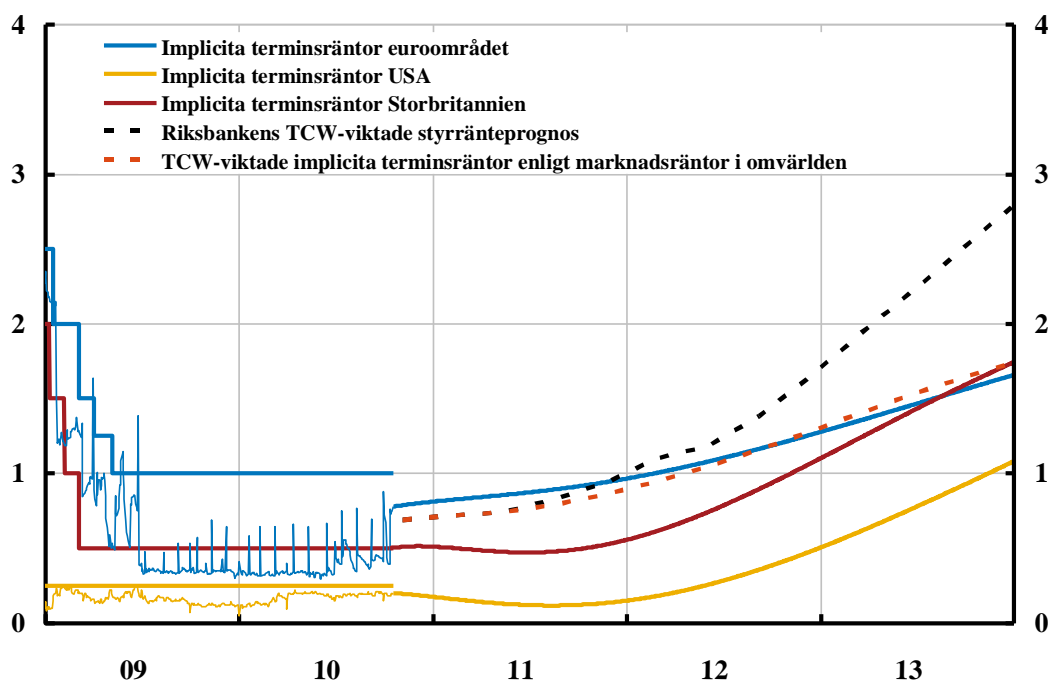
Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** sa att han i stort sett delar den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk rapport vad gäller inflation och BNP, men liksom Ekholm har han en avvikande mening beträffande utvecklingen av utländska räntor och antaganden om nuvarande utländska långa räntor.

Han delade Ekholms syn på framtida utländska styrräntor men ville utveckla skälen för en avvikelse från huvudscenariot något.

Under beslutsprocessen har det varit flera intensiva diskussioner om de utländska räntorna. Det är ju mycket viktigt vilka antaganden som görs om utländska räntor och särskilt utländska långa räntor. De får en direkt effekt på Riksbankens räntebana. För en liten öppen ekonomi som den svenska gäller ju att inhemska korta och långa räntor, det vill säga den inhemska avkastningskurvan, inte kan avvika alltför mycket från utländska korta och långa räntor, den utländska avkastningskurvan, utan att det får stora effekter på växelkursen. Och växelkursen har ju i sin tur stor effekt på inflationen, exporten och BNP.

I huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport görs en prognos om att TCW-räntan kommer att ligga betydligt över nuvarande marknadsräntor om ett par år. I diagram 1 visar den gula kurvan implicita terminräntor för Federal funds rate (styrräntan i USA), som kan tolkas som marknadsförväntningarna för denna ränta. Den röda kurvan visar motsvarande implicita terminräntor för Bank of Englands styrränta. Den blå kurvan visar motsvarande implicita terminräntor för Eonia, dagslåneräntan i euroområdet. Den röda streckade kurvan i närheten av den blå kurvan visar motsvarande TCW-vägd implicita terminräntor, där också Norges Banks räntebana ingår. Den röda streckade kurvan är alltså den TCW-räntebana som representerar nuvarande korta och långa utländska marknadsräntor och som också kan tolkas som TCW-vägd marknadsförväntningar om utländska styrräntor. Den svarta streckade kurvan visar huvudscenariots prognos över TCW-vägd utländska styrräntor. Den ligger således över marknadsförväntningarna under 2012 och betydligt över marknadsförväntningarna under 2013.

Diagram 1. Implicita terminräntor och huvudscenariots prognos för styrräntor i omvärlden



Anmärkning: Terminräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Bakom huvudscenariots TCW-vägda räntebana ligger antaganden om att Federal Reserve, ECB och Bank of England kommer att börja höja sina styrräntor tidigare än vad som indikeras av nuvarande marknadsräntor. Både Federal Reserve och Bank of England antas till exempel börja höja sina styrräntor inom ett år.

Om det ska göras en prognos för utländska styrräntor som avviker från marknadsprissättningen ansåg Svensson att stor vikt bör fästas vid de bedömningar som Federal Reserve, ECB och Bank of England själva gör och signalerar. De har bättre information om sina egna ekonomier, större resurser för analys och utredning och framför allt bättre information om sina egna planer. Han ansåg att man ska ha mycket starka och tydliga skäl för att komma till en annan bedömning än vad dessa centralbanker själva uttalar och signalerar.

Vilka uttalanden och signaler kan man då utgå ifrån? När det gäller Federal Reserve finns det på senare tid mycket tydliga signaler. Federal Reserves ordförande, Ben Bernanke, höll nyligen ett mycket uppmärksammat tal vid en konferens vid Federal Reserve Bank of Boston. Där betonade han att prognoser för inflation och arbetslöshet i USA visade på en inflation som är lägre än vad FOMC önskar och en arbetslöshet som är mycket för hög. Bernanke hävdade att nollrestriktionen för Federal funds rate binder, det vill säga att en lägre styrränta hade varit önskvärd om den varit möjlig och att det finns argument för ytterligare åtgärder - "there would appear – all else being equal – a case for further action". Han diskuterar också möjliga policyåtgärder, nämligen en ny omgång kvantitativa lättnader ("Quantitative Easing", QE2) och möjligheten att annonsera att den period under vilken Federal Reserve avser hålla en extremt låg ränta är längre än vad som prisats in i marknaden.

Charles Evans, President vid Federal Reserve Bank of Chicago och medlem i FOMC, höll också ett tal vid denna konferens. Han talade om att en mer expansiv penningpolitik behövs i USA, att realräntorna borde bli -3 eller -4 procent fram till och med 2012 jämfört med nuvarande -1 procent. Han talade också om ett prisnivåmål för att höja inflationsförväntningarna och sänka realräntan.

Dessa tydliga signaler från Federal Reserve är knappast förenliga med en prognos om att de skulle börja höja sin styrränta under 2011. Många bedömare förväntar sig nog att nuvarande intervall på 0-0,25 procent ligger kvar till slutet av 2012 och till och med in i 2013. Så om man inte ska ta marknadsräntor och tillhörande terminräntor som utgångspunkt för en prognos för Federal funds rate så är det snarast en lägre räntebana än en högre man ska utgå ifrån.

När det gäller ECB hävdade Svensson att den bästa informationen och signalen finns i den "ECB Staff Forecast" som presenterades i början av september. Den är betingad på ett antagande om att Eonia-räntan, dagslåneräntan i euroområdet, följer marknadsförväntningarna. Den visar att inflationen blir lägre än ECBs mål om en inflation "under men nära 2 procent" och att realekonomin blir mycket svag. Om något tyder detta på att även ECB skulle komma att föra en penningpolitik som motsvarar en räntebana som ligger lägre än marknadsförväntningarna.

När det gäller Bank of England visar deras senaste inflationsrapport en prognos, också betingad på att styrräntan följer marknadsförväntningarna, där inflationen faller under målet om drygt ett år och där realekonomin är tämligen svag. I det senaste protokollet

från Bank of England diskuteras möjligheten av fortsatta kvantitativa lättnader och många bedömer sannolikheten som stor för att en ny omgång sådana kommer att annonseras inom kort. Detta tyder också på att Bank of England kan komma att föra en penningpolitik som motsvarar en räntebana som snarare ligger under än över marknadsförväntningarna.

Om uttalanden och signaler från dessa centralbanker tyder på räntebanor som ligger lägre än marknadsförväntningarna är det inte rimligt att, som i huvudscenariot, anta utländska räntebanor som ligger över marknadsförväntningarna. I detta läge är det mer rimligt att åtminstone utgå från marknadsräntor och marknadsförväntningar. Svensson kunde inte se något skäl till att anta högre räntebanor.

Han hävdade att antaganden om utländska räntebanor är mycket kritiskt. De innebär nämligen också i praktiken antaganden om utländska långa marknadsräntor – även om utkastet till penningpolitisk rapport inte är särskilt transparent om detta. I huvudscenariot antas i realiteten högre långa utländska marknadsräntor än de nuvarande. Eftersom det är skillnaden mellan långa svenska och utländska marknadsräntor som påverkar växelkursen får detta stora effekter på växelkursens utveckling, något som han avsåg återkomma till senare under mötet.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** sa att han i allt väsentligt delar analysen av omvärlden såsom den framgår i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ville bara kort komplettera den på några punkter. Tillväxten i världen förväntas ju bli högre än normalt de kommande åren, drygt 4 procent. Det borde egentligen ge en stabil grund för en positiv konjunkturbild. Men det finns som bekant problem både i USA och i Europa. De svåraste förefaller ligga i USA. Där fortsätter osäkerheten på bostadsmarknaden och arbetslösheten viker inte som förväntat. Samtidigt ökar emellertid industriproduktionen och företagen tjänar pengar och ökar investeringarna. Konsumtionen växer, om än i låg takt. Totalt väntas BNP växa med 2,5 till 3 procent per år under de närmaste åren, vilket ju egentligen inte är så dåligt. Signalerna förmedlar alltså lite olika budskap, som långt ifrån är entydigt negativa.

Ett problem är att tillväxten skulle behöva vara ännu högre för att arbetslösheten på allvar skulle minska, ett annat är att inflationstrycket är obefintligt. Båda dessa förhållanden talar för en fortsatt expansiv penningpolitik och det är också vad centralbanken, Federal Reserve, har annonserat. Marknaden väntar sig en fortsatt låg styrränta och dessutom fortsatta kvantitativa lättnader i form av obligationsköp.

Att likviditeten flödar i USA och förväntas fortsätta att flöda har gjort att många finansiella marknader nu i stort sett återgått till det normala, det vill säga till att fungera ungefär som före finanskrisens början sommaren 2007. Det är positivt för de banker som lånar och avlastar risker på dessa marknader, inte minst de svenska. Men man kan inte komma ifrån att situationen känns konstlad. Hur skulle marknaderna fungera utan den extraordinära likviditet som centralbanken tillför?

De låga amerikanska räntorna bidrar också till andra problem. Stora privata kapitalströmmar söker sig mot bättre avkastning i ett antal av de nya industriländerna, där den förväntade avkastningen är högre. Detta har fått flera av dem att lägga restriktioner eller avgifter på kapitalinflödena eftersom de har dåliga erfarenheter, bland annat från Asienkrisen, och vet att sådant kapital snabbt kan försvinna. I den

internationella diskussionen har kapitalkontroller åter blivit salongsfärliga, vilket de inte varit under det senaste decenniet. Det är ingen lycklig utveckling, menade Nyberg.

Vidare påpekade han att det inte bara är de korta räntorna i USA som är ovanligt låga utan också de långa. Avkastningskurvan är nedtryckt i hela sin längd, vilket rimligen har att göra både med den överdrivna likviditeten och med att många investerare värdesätter den säkerhet och den likviditet som amerikanska statspapper anses ge. Det kan tyckas märkligt med tanke på att alla vet att stora amerikanska budgetunderskott, och minsann även andra, ska finansieras under de närmaste åren. Det borde medverka till stigande snarare än till fallande räntor.

Amerikanska statsobligationer fortsätter alltså, även om räntan är låg, att betraktas som den säkraste och mest likvida tillgången i världsekonomin och många länder med bytesbalansöverskott, inte minst i Asien, fortsätter att samla på sig dem. Och eftersom de länderna av olika anledningar inte tycker sig kunna anpassa växelkurserna så växer de obalanser gentemot USA som byggts upp under en lång period. Ännu så länge har detta bara lett till ett höjt tonläge i den internationella diskussionen, men hoten om handelsrestriktioner blir onekligen alltmer oroande. Blir dessa hot verklighet finns det bara förlorare.

Den mycket speciella situation som vi idag ser på räntemarknaderna gör också avkastningskurvan och de implicita terminräntor som man tekniskt kan räkna fram ur den svåra att tolka. Det är helt enkelt svårt att förena de låga framtida terminräntorna, och det gäller både för USA och för Europa, med annan information om hur världsekonomin utvecklas. Det bidrar i sig till en ökad osäkerhet. Men det är värt att komma ihåg att terminräntorna ofta varit dåliga som prognosinstrument för framtida räntor. I dagsläget förefaller de antaganden om den internationella ränteutvecklingen som görs i den penningpolitiska rapporten som rimliga, menade Nyberg.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sa att han ställde sig bakom den beskrivning av den internationella bilden som ges i utkastet till penningpolitisk rapport, som han tyckte väl fångade läget i världsekonomin. Han ville ändå beröra några frågeställningar lite närmare. Återhämtningen i omvärlden ser ut att fortsätta ungefär i linje med den förra bedömningen. I världen som helhet bedöms BNP-tillväxten vara mellan 4 och 4,5 procent per år under prognosperioden. Det är dock skillnader mellan olika länder och ländergrupper. I tillväxtekonomierna är återhämtningen överlag starkare än i USA och Europa, som i större utsträckning påverkas av krisens följder. Den svenska ekonomin har gynnats av den snabba globala utvecklingen. Den svenska exportens sammansättning är sådan att vi drar nytta av den goda världstillväxten samtidigt som tillväxten i vårt närområde, det vill säga Tyskland och våra nordiska grannländer, också är god. Det här medför å ena sidan att mer än hälften av vår export går till länder med en god ekonomisk utveckling, något som i sin tur har påverkat och fortsätter att påverka den svenska konjunkturutvecklingen i positiv riktning. Å andra sidan har länder med stora finansmarknader, som till exempel USA, en svagare utveckling med tilltagande spänningar mellan växelkurser, valutaflöden och penningpolitik som följd.

Även om BNP-tillväxten i USA har reviderats upp med några tiondelar har oron för återhämtningen ökat något. Bostadsmarknaden utvecklas fortfarande svagt, vilket sannolikt bidrar till den höga arbetslösheten. Efter krisen har efterfrågan generellt sett

varit låg i inhemska sektorer som byggindustrin och bostadssektorn. Och även om efterfrågan har ökat i den konkurrensutsatta industrin har efterfrågan på arbetskraft där hållits tillbaka av att effektivare metoder införts som gynnat produktiviteten. Inflationen är alltför låg enligt Federal Reserve. Avkastningskurvan har skiftat ner samtidigt som dollarn har försvagats. Penningpolitikens effektivitet under rådande förhållanden är säkert något som kommer att diskuteras livligt framöver. Problemen med utmätningarna av bostäder är ett exempel på vad penningpolitiken inte rår på.

Givet dollarns dominans på många marknader globalt påverkas samtidigt resten av världen av den penningpolitik som förs i USA. Effekten kommer antingen via påverkan på räntebildningen eller via växelkursen eller via båda dessa samtidigt. På senare tid har till exempel Filippinerna, Thailand, Indonesien, Malaysia, Taiwan, Israel och Brasilien på ett eller annat sätt försökt motverka de omedelbara växelkurseffekter som följt när dollarn deprecierar. Det här betyder att de senaste årens fokus nu flyttas från finanssektorn tillbaka till de globala obalanserna och hur de ska rättas till, med eller utan aktiv koordinering av den ekonomiska politiken. Det här bidrar till en annan typ av osäkerhet i vår omvärld. I det här avseendet är det nu ett nytt läge. Det tar sannolikt ett bra tag att rätta till de internationella obalanserna med ytterligare obalanser som följd under resans gång.

Det är ingen nyhet att återhämtningen i euroområdet väntas gå långsamt. Svaga statsfinanser håller tillbaka tillväxtpotentialen, vilket är en skillnad gentemot Sverige. Den europeiska krishanteringsmekanismen EFSF är nu etablerad. Men länder med kvardröjande problem för finanssektorn eller statsfinanserna är ändå särskilt utsatta om det uppstår störningar i återhämtningen av den globala ekonomin. Däremot tror Ingves inte att det uppkommer samma akuta lägen som under våren. Nu är det mer en fråga om att långsiktigt hantera de balansräkningsproblem som både en del stater och banker har. Det allmänna finansieringsläget förefaller också ha förbättrats.

Sammantaget ansåg Ingves att den globala tillväxten gynnar svensk ekonomi under prognosperioden samtidigt som spänningar mellan olika valutor, kapitalflöden och eventuellt införande av nygamla regleringar nu utgör osäkerhetsfaktorer som är svåra att mäta.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** höll med Nyberg och Ingves i deras resonemang om de globala obalanserna och spänningarna på valutamarknaden. Hon ville dock inte upprepa det som sagts utan konstaterade bara att om det skulle sluta i protektionism skulle det kunna slå hårt på en liten öppen ekonomi som den svenska.

Osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden består och som Per Jansson påpekat under sin presentation handlar det nu mer om den amerikanska ekonomin medan det tidigare var mer fokus på euroområdet. Men osäkerhet tvingas man alltid leva med som prognosmakare även om den så här i efterdyningarna av en djupgående kris känns extra stor.

Hon ville lyfta några faktorer som hon tyckte underbygger prognosen om att en återhämtning är på gång i USA, även om den tar tid. En faktor är att reviderade siffror visar att hushållens sparkvot ligger betydligt högre än tidigare siffror utvisade vilket är positivt för konsumtionen framöver. En annan faktor är att näringslivets investeringar kommit igång. Orderingången och den starka vinstsituationen i företagen pekar mot att

den utvecklingen kan fortsätta. Slutligen kan man konstatera att fallet i bostadsinvesteringarna nu har pågått i snart fem år och att investeringsflödet har minskat med knappt 60 procent. Som andel av BNP ligger dessa investeringar på en historiskt sett extremt låg nivå. De senaste kvartalen har andelen planat ut på cirka 2,5 procent av BNP. En så låg nivå har aldrig uppmätts under efterkrigstiden under vilken genomsnittet legat på cirka 4,5 procent. Det talar för att vi om en tid kommer att se bostadsbyggandet krypa uppåt för att sedan ge mer tydliga bidrag till tillväxten under prognosperioden.

Det går visserligen trögt för euroområdet som helhet men den största ekonomin, Tyskland, sticker ut. Exporten har drivit på men det som är glädjande och lovande är att vi även ser en ökad inhemsk efterfrågan i form av att företagens investeringar har ökat. Konsumentförtroendet har återhämtat sig ordentligt och det gäller även optimismen i detaljhandeln. Det kan förebåda ökad konsumtion längre fram. Euroområdet har stora problem. De besparingskrav som regeringarna arbetar under kan få en gryende uppgång att komma av sig. Prognosen utgår ifrån att uppgången fortsätter men att det går trögt. Samtidigt ska man inte underskatta effekten av att områdets största ekonomi växer. Det får spridningseffekter och det kan hjälpa upp situationen i de hårt drabbade sydeuropeiska ländernas ekonomier och deras banker. Det är värt att minnas hur utomordentligt svår de baltiska staternas situation såg ut tidigare. Att den har stabiliserats, även om den fortfarande är ytterst bekymmersam, beror i hög grad på återhämtningen i omvärlden. Ytterligare en positiv faktor som hon ville lyfta fram var att den inhemska efterfrågan ökar i god takt även i den kinesiska ekonomin.

Sammanfattningsvis, tyckte hon att den internationella prognosen var en rimlig bedömning och den sticker inte heller ut på den optimistiska sidan jämfört med andra bedömare. Det talas mycket om nedåtriskerna i den internationella konjunkturen och de finns där absolut. Men man ska nog inte helt räkna bort möjligheten att det kan gå lite bättre än vad som nu förutses.

Slutligen ville hon kommentera Svenssons och Ekholms synpunkter på prognosen för omvärldens styrräntor. Det finns störningar i terminsräntekurvor som gör att det inte är lätt att översätta dem direkt till förväntningar om framtida styrräntor. Till exempel är det sannolikt att löptidspremierna är nedtryckta eller kanske rentav negativa idag. Dessutom avviker prognosen mer påtagligt först en bit in på 2012. Hon förklarade att hon har en stor respekt för kollegor utomlands. De publicerar dock inte några räntebanor och det är vanskligt att basera mer långsiktiga bedömningar av styrräntor på vad som idag från centralbankshåll sägs i olika uttalanden. Om prognosen för BNP och inflation slår in borde styrräntorna röra sig mer i linje med historiska samband än vad som impliceras av dagens terminsräntor.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattande sedan diskussionen av konjunkturutsikterna i omvärlden med att alla i direktionen tycktes instämma i den bedömning som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport vad gäller BNP och inflation. Däremot fanns det delade meningar om prognosen för omvärldens styrräntor och hur växelkursen bestäms. Då detta i sin tur får implikationer för utvecklingen i Sverige kunde det finnas anledning att återkomma till det i den penningpolitiska diskussionen.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** sa att han stödde bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen som den redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Öberg ställde sig också bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och den räntebana som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Den svenska ekonomin växer snabbare än ekonomierna i USA och euroområdet och arbetslösheten faller. Revideringarna sedan i september är inte stora. BNP-tillväxten och arbetsmarknaden ser lite bättre ut, men kronan har stärkts och inflationen har reviderats ner något.

Räntebanan innebär att reporäntan successivt höjs upp mot en mer normal nivå. Med hänsyn till den ökade internationella osäkerheten är det lämpligt att sänka räntebanan något på längre sikt jämfört med banan i september, men Öberg poängterade att sänkningen för hans del inte innebär någon ändring i bedömningen att reporäntan i genomsnitt på längre sikt kommer att vara cirka 4 procent.

Riskerna för svensk del hänger bland annat samman med osäkerheten om den internationella utvecklingen. Skulle det gå betydligt sämre i omvärlden än vad som ligger i prognosen så kommer det att få konsekvenser för den svenska utvecklingen. Kanske är prognosen också lite för optimistisk om BNP-utvecklingen i Sverige nästa år. Riksbankens prognos är högre än andra prognosmakares.

Öberg ville särskilt ta upp två frågor som hänger samman med varandra, resursutnyttjandet och inflationen. Han sa att han under de senaste åren har ägnat ett särskilt intresse åt hur man ska mäta och bedöma resursutnyttjandet och tycker att det är bra att Riksbanken nu har utvecklat både en samlad indikator som sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata, RU-indikatorn, och mått baserade på en produktionsfunktionsansats. Det ger bättre möjligheter att göra en samlad bedömning av resursutnyttjandet.

BNP-gapet beräknat med produktionsfunktionsansatsen är cirka $-3\frac{1}{2}$ procent i år och cirka -1 procent nästa år. Öbergs egen bedömning är att BNP-gapet är mindre negativt i år och att det med nuvarande prognoser sluts redan nästa år. Det beror på att han bedömer att det fall i potentiell BNP som följer av finanskrisen är mer koncentrerat till själva krisen än utspritt över ett antal år. Han har utvecklat detta i ett tal nyligen. Men han ansåg att man inte ska överdriva denna skillnad. Osäkerheten i denna typ av uppskattningar och bedömningar är stor.

Den samlade bilden av de mått Riksbanken använder för att mäta resursutnyttjandet är att ett normalt resursutnyttjande med nuvarande prognoser och inriktning av penningpolitiken uppnås under prognosperioden. Men det finns skillnader mellan måtten som är väsentliga när det gäller att bedöma den framtida inflationen.

Riksbankens mål är ju att inflationen mätt med KPI ska vara 2 procent. KPI-inflationen kommer med nuvarande prognoser att vara högre än 2 procent under senare delen av prognosperioden. Men det tyckte Öberg var försvarbart eftersom den något för höga KPI-inflationen är en eftersläpande konsekvens av att reporäntan sänktes till en rekordlåg nivå

under krisen. När reporäntan successivt återgår till en normal nivå bidrar det till att höja KPI-inflationen.

Den underliggande inflationen mätt med KPIF kommer att vara låg det närmaste året. Även det är rimligt med hänsyn till att vi håller på att ta oss ur den djupaste lågkonjunkturen sedan början av 1990-talet. Löneutvecklingen är måttlig och produktiviteten ökar, vilket gör att kostnadstrycket är lågt. Dessutom har kronan stärkts. Det talar för en låg inflation. Med nuvarande prognoser stabiliseras KPIF-inflationen nära 2 procent mot slutet av prognosperioden, vilket tyder på att inflationstrycket då hålls på en rimlig nivå. Det är naturligtvis möjligt att inflationen blir ännu lägre än vad som förutses i prognosen.

Å andra sidan stiger resursutnyttjandet snabbt. Bristen på arbetskraft kan redan vid årsskiftet vara uppe på en normal nivå, samtidigt som arbetslösheten fortfarande är hög. Det tyder på ökade matchningsproblem på arbetsmarknaden med stigande löner som följd. Även RU-indikatorn och industrins kapacitetsutnyttjande kan vara uppe på en normal nivå redan vid kommande årsskifte. Enligt Öbergs bedömning är också BNP-gapet med nuvarande prognoser slutet redan nästa år. Med en normal eftersläpning på ett till två år kan det leda till högre inflation än vad som förutses mot slutet av prognosperioden.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** konstaterade att hon ansåg att den föreslagna reporäntebanan riskerade att bli alltför åtstramande genom en större förstärkning av kronkursen än vad som ligger i prognosen. Hon föreslog därför att låta reporäntan vara oförändrad på 0,75 procent och förordade en reporäntebana som hamnar på cirka 2,7 procent i slutet av prognosperioden.

Hon förklarade vidare att hon delar uppfattningen i utkastet till penningpolitisk rapport att utvecklingen i Sverige ser mycket stark ut i tillväxttermer. BNP har stigit kraftigt de senaste månaderna med en kraftig upprevidering av BNP andra kvartalet. Återigen har prognosen för arbetslösheten reviderats ned. Konfidensindikatorer för hushållen ligger mycket högt och tyder på fortsatt hög tillväxt under den närmaste tiden. Hon påpekade att vi trots detta inte ser några tecken på starkt inflationstryck, vilket hänger samman med att vi fortfarande är i en situation där resursutnyttjandet är lägre än normalt. Tvärtom så faller den underliggande inflationen mätt med KPIF det närmaste året enligt prognosen, för att sedan stiga till 2 procent mot slutet av prognosperioden. I ljuset av detta är det motiverat att som i huvudscenariot revidera ned reporäntebanan jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september.

Hon förordade dock en reporäntebana där räntan revideras ned med drygt en hel snarare än knappt en halv procentenhet vid slutet av prognoshorisonten, närmare bestämt en bana som slutar på cirka 2,7 procent istället för cirka 3,5 procent. Liksom vid det förra mötet menade Ekholm att det finns utrymme för en mer expansiv penningpolitik än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport. Förra gången ansåg hon att den föreslagna penningpolitiken enligt liggande prognos medförde sämre målpuppfyllelse än en alternativ penningpolitik med långsammare höjningar av reporäntan. Denna gång befarar hon att den föreslagna penningpolitiken blir mer åtstramande än vad som antagits i prognosen. Det finns i princip två skäl till detta, men hon fäster mer vikt vid det ena av dessa skäl.

Det första skälet – vilket Ekholm förklarade att hon inte fäster så stor vikt vid – är att den föreslagna banan egentligen implicerar högre långa räntor än vad som idag råder på marknaden. Det är en konsekvens av att det i dagsläget råder en stor skillnad mellan reporäntebanan och marknads penningpolitiska förväntningar. Marknadens förväntningar om reporäntan ett par år framåt i tiden tycks visserligen inte påverkas så mycket av reporäntebanan, vilket skulle tala för att de långa räntorna inte nödvändigtvis behöver höjas nämnvärt bara för att reporäntebanan implicerar högre långa räntor. Men om förväntningarna skulle anpassas till reporäntebanan så skulle de långa räntorna stiga betydligt. Ekholm förklarade att en anledning till att hon inte fäster så stor vikt vid detta argument för att penningpolitiken riskerar att bli alltför åtstramande är att hon tror att det mycket väl kan bli så att räntorna faktiskt trycks ned något av den föreslagna banan. Marknadsaktörerna tycks huvudsakligen förvänta sig en oförändrad reporäntebana vid dagens möte, vilket innebär att en nedrevidering som den i huvudscenariot lär överraska marknaden genom att vara mer expansiv än förväntat. Om det blir så att räntorna trycks ned snarare än upp så visar det att sambanden mellan reporäntebana, förväntningar och marknadsräntor är betydligt mer komplicerade än i Riksbankens modeller.

Det andra skälet – vilket Ekholm alltså fäster mer vikt vid – är att prognosen förutsätter att utländska styrräntor höjs mer under 2012 och 2013 än vad hon anser vara troligt. Höjningen av den svenska styrräntan enligt den föreslagna reporäntebanan kan vara rimlig om de utländska styrräntorna verkligen kan förväntas höjas så mycket och detta verkligen inkorporeras i marknadsförväntningarna som de uttrycks i implicita terminräntor. Om de implicita terminräntorna för utlandet istället förblir så låga som de är i dagsläget finns en stor risk att den föreslagna reporäntebanan leder till en väsentligt större förstärkning av kronkursen än vad som ligger i prognosen. Räkneexemplet i avsnittet "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminräntor" visar hur utvecklingen skulle kunna se ut om de implicita terminräntorna för utlandet förblir på nuvarande låga nivå. Kronkursen skulle stärkas mer än i huvudscenariot, inflationen bli lägre och arbetslösheten högre. Baserat på den penningpolitiska handlingsregel som ligger inlagd i Riksbankens egen modell Ramses skulle reporäntan behöva höjas i långsammare takt än i huvudscenariot. I detta fall skulle huvudscenariots reporäntebana innebära en åtstramning av penningpolitiken såtillvida att kronförstärkningen skulle minska inflationen genom lägre importpriser i kronor och minska resursutnyttjandet genom att göra inhemskt tillverkade varor och tjänster relativt sett dyrare jämfört med varor och tjänster producerade i utlandet.

Ekholm förklarade att hon därför tror mer på det scenario som målas upp i avsnittet "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminräntor", mer specifikt det som kallas "lägre styrränta i omvärlden". I ett sådant scenario behöver reporäntan höjas i lugnare takt än i huvudscenariot för att bättre stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och bidra till en snabb återgång av resursutnyttjandet till det normala. Ekholm ville betona att hennes ställningstagande inte handlar om att undvika en förstärkning av kronkursen. I ljuset av den starka utvecklingen av den svenska ekonomin och det mycket stora bytesbalansöverskott som Sverige har haft under lång tid så förklarade hon att hon anser att det är välmotiverat med en förstärkning av den reala kronkursen. Vad man dock bör försöka undvika, enligt Ekholm, är att denna förstärkning går så snabbt och blir så stor att inflationen hamnar långt under målet.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förordade, liksom Ekholm, en oförändrad reporänta vid detta möte och sedan en räntebana som ökar i jämn takt till en nivå på 2,7 procent vid prognosperiodens slut. Detta av i stort sett samma skäl som Ekholms. Han ville dock motivera sitt ställningstagande närmare.

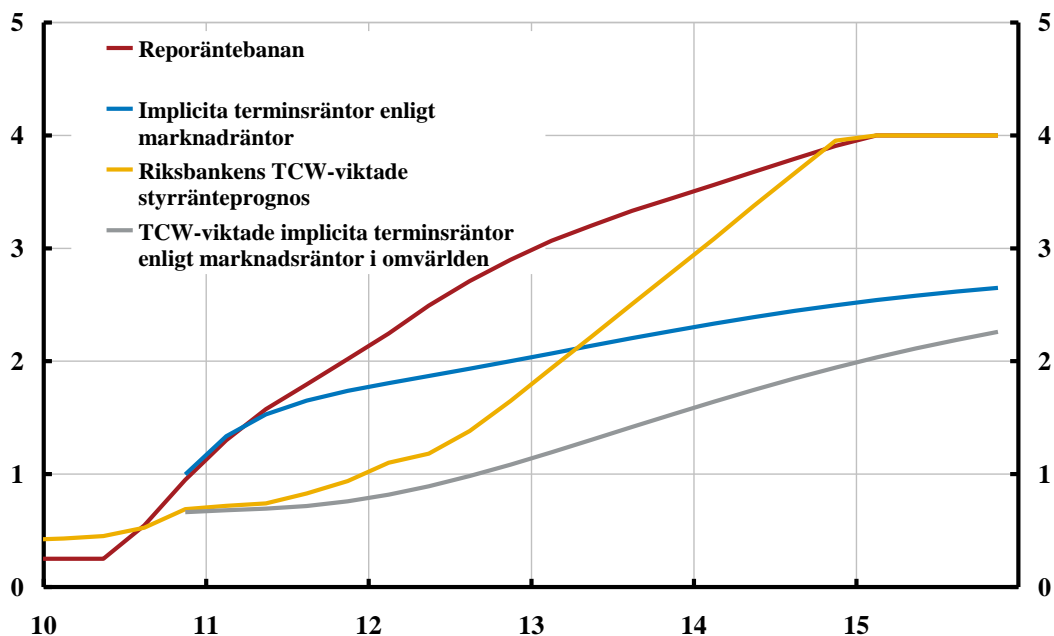
Innan han motiverade sitt ställningstagande ville han passa på att uttrycka sin uppskattning av det arbete som medarbetarna i APP utfört i denna beslutsprocess. Det har varit en besvärlig och krävande beslutsprocess, till betydande del på grund av de problem som han förde fram vid det förra penningpolitiska mötet. Det har varit olika åsikter inom direktionen, och ett flertal krävande beställningar på prognoser under olika antaganden. Han har själv varit källan till flera av dessa. Under tidspress och konfronterade med betydande analytiska svårigheter har medarbetarna levererat ett utmärkt underlag till detta penningpolitiska möte. Om det penningpolitiska beslutet inte blir det bästa är det i alla fall inte medarbetarnas fel.

Enligt Svenssons bedömning finns det två allvarliga motsägelser i huvudscenariot. Den första gäller den höga reporäntebanan. Även om det enligt hans mening är glädjande att den skiftats ner jämfört med den i september så har den inte enligt honom skiftats ner tillräckligt. Den är fortfarande mycket högre än marknadsförväntningarna. Om den skulle bli trovärdig skulle den medföra en betydande uppgång i långa räntor och en stor kronförstärkning, vilket enligt Svenssons bedömning skulle strypa återhämtningen av exporten och BNP, samt sänka inflationen och höja arbetslösheten.

Huvudscenariot innefattar en ganska måttlig kronförstärkning. Varför innefattar den inte en mycket större kronförstärkning? frågade Svensson. Han hävdade att däri ligger den andra motsägelsen. Svensson hävdade att frånvaron av en större kronförstärkning beror på att huvudscenariot i realiteten antar högre långa utländska räntor än nuvarande marknadsräntor. Eftersom växelkursen beror på skillnaden mellan långa inhemska och utländska marknadsräntor, mera precist skillnaden mellan inhemsk och utländsk marknadsavkastningskurva, så kommer därigenom huvudscenariot att underskatta den kronförstärkning som det innebär.

Svensson ville göra sitt resonemang tydligare med hjälp av några diagram. Diagram 2 visar räntebanan i huvudscenariot (röd), implicita terminräntor enligt svenska marknadsräntor (blå), TCW-ränteprognosen i huvudscenariot (gul), samt TCW-viktade implicita terminräntor enligt utländska marknadsräntor (grå). Kurvorna har dragits ut till en horisont på fem år, bortom den vanliga treårshorisonten. Reporäntebanan och TCW-ränteprognosen bortom treårshorisonten är Svenssons egen bedömning. För implicita terminräntor bortom treårshorisonten gäller att osäkerheten om terminspremierna är litet större, men detta ändrar inte de slutsatser han drar.

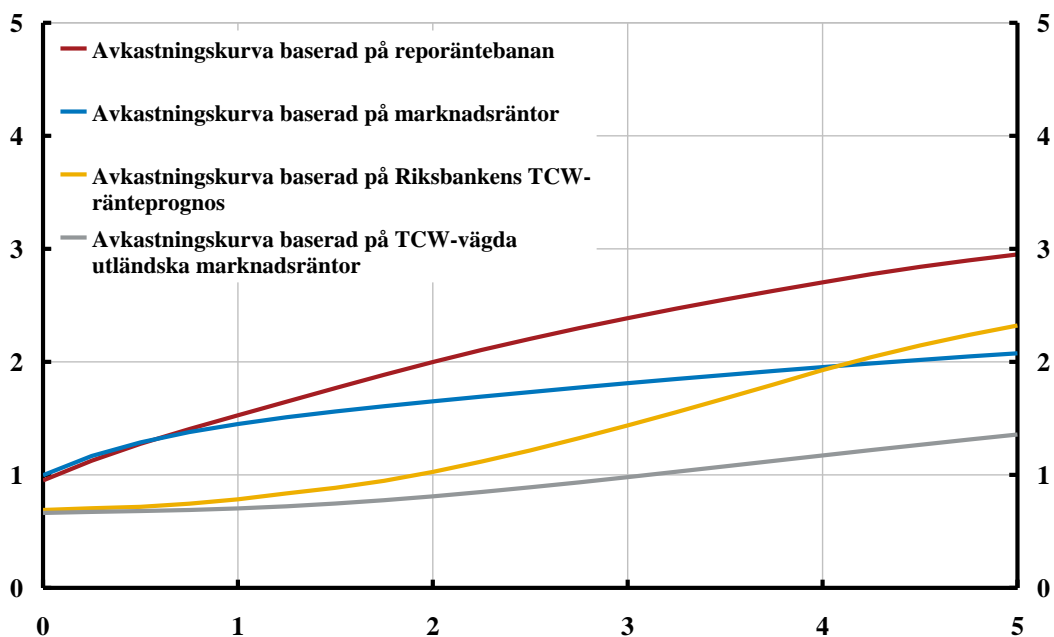
Diagram 2. Reporäntebanan, implicita terminsräntor i Sverige och omvärlden och styrränteprognos för omvärlden



Källor: Nationella källor, Riksbanken och egna beräkningar

Diagram 3 visar de avkastningskurvor som motsvarar kurvorna i diagram 2. Avkastningskurvorna visar korta och långa räntor, närmare bestämt en nollkupongränta som funktion av löptid enligt den horisontella axeln. Den blå kurvan i diagram 3 visar således nuvarande marknadsavkastningskurva för svenska räntor. Den röda kurvan visar den avkastningskurva som motsvarar reporäntebanan. Skillnaden mellan de två avkastningskurvorna visar vad som skulle hända med räntor för olika löptider om reporäntebanan skulle bli trovärdig. Då skulle den blå avkastningskurvan skifta upp till den röda. En treårsränta skulle då öka med cirka 60 punkter, en femårsränta skulle öka med närmare 90 punkter. Som diskuterades i protokollet från september var motsvarande ökning då 120 och 150 punkter, så Svensson påpekade att en förbättring skett men att ökningen fortfarande är stor.

Diagram 3. Avkastningskurvor



Anmärkning: För att avkastningskurvorna i diagram 3 skall vara jämförbara med den avkastningskurva som motsvarar reporäntebanan är de terminspremiejusterade och konstruerade utifrån de terminspremiejusterade implicita terminsräntekurvorna i diagram 2. De avviker således något från ojusterade nollkupongsavkastningskurvor.

Källor: Nationella källor, Riksbanken och egna beräkningar

Normalt är Riksbankens önskan och strävan att reporäntebanan ska bli trovärdig samt inkorporeras i marknadsförväntningarna och prisas in i marknadsräntorna. På så sätt får penningpolitiken störst genomslag. Denna gång verkar detta vara mindre önskvärt. Skulle reporäntebanan bli trovärdig nu skulle det medföra en drastisk höjning av räntor med dessa löptider, en mycket dramatisk åtstramning av penningpolitiken jämfört med nuvarande situation.

Svensson påpekade att han under diskussionerna som föregått det penningpolitiska mötet ställt frågan om det inte vore mycket dåligt för den svenska ekonomin om reporäntebanan blev trovärdig och långa räntor steg så mycket. Typiskt hade han fått svaret att det inte är troligt att reporäntebanan skulle bli trovärdig. Han ansåg själv att detta är en något märklig inställning, att presentera en räntebana och utgå ifrån – eller kanske till och med hoppas på – att den inte ska bli trovärdig. När han själv tidigare har röstat för en viss reporäntebana har det alltid varit så att han önskat och hoppats att den skulle bli trovärdig, att den penningpolitiska rapporten eller uppföljningen skulle ha varit så övertygande att reporäntebanan skulle bli trovärdig.

Svensson påpekade att ovanstående resonemang gäller den första motsägelsen han nämnde ovan, nämligen att huvudscenariot skulle medföra betydligt högre långa svenska räntor än för närvarande och således medföra en kraftig åtstramning av penningpolitiken som skulle hota återhämtningen. Härnäst kommer han till den andra motsägelsen, nämligen att huvudscenariot underskattar förstärkningen av växelkursen genom att utgå från högre långa marknadsräntor i omvärlden än de faktiskt rådande marknadsräntorna.

Det är viktigt att förstå att det är den faktiska skillnaden mellan långa svenska och utländska långa marknadsräntor som påverkar nuvarande växelkurs. Detta gäller oavsett om dessa långa räntor motsvarar marknadsförväntade framtida korta räntor och oavsett om långa räntor påverkas av nedpressade terminspremier. Det gäller också oavsett om marknadsförväntningar är bra eller dåliga prognoser på framtida räntor.

Om svenska långa räntor skulle stiga för att reporäntebanan blivit trovärdig skulle det också medföra att skillnaden mellan svenska och utländska långa räntor skulle öka. Detta skulle medföra en kraftig förstärkning av kronan. Detta ser man i diagram 3. Den grå kurvan i diagram 3 visar avkastningskurvan för utländska marknadsräntor, den avkastningskurvan som motsvarar den grå TCW-vägda implicita terminsräntekurvan för omvärlden i diagram 2. Den blå kurvan visar den svenska avkastningskurvan. Skillnaden mellan en svensk och en utländsk femårsränta är cirka 70 punkter. Om nu reporäntebanan skulle bli trovärdig så skulle den blå kurvan skifta upp till den röda. Skillnaden mellan en svensk och utländsk femårsränta skulle då bli 160 punkter, avsevärt mycket större. Varför medför inte denna stora ränteskillnad en stor kronförstärkning i huvudscenariot? En sådan kronförstärkning skulle i sin tur bidra till en betydande åtstramning utöver höjningen av de långa räntorna, och särskilt slå mot exporten och inflationen.

Såvitt Svensson förstod beror detta på att huvudscenariot utgår från att alla marknadsaktörer i Sverige och utlandet inte bara tror på reporäntebanan utan också tror på Riksbankens prognos för utländska räntor. Denna tro antas inkorporeras i marknadsförväntningarna för utländska räntor och prisas in i utländska marknadsräntor. Den gula kurvan i diagram 3 visar den utländska avkastningskurva som då skulle uppstå, den avkastningskurva som följer av Riksbankens prognos för utländska räntor i diagram 2. Utan att det sägs explicit i den penningpolitiska rapporten antas alltså i huvudscenariot att utländska långa räntor ges av den gula avkastningskurvan i diagram 3, med betydligt högre långa utländska räntor än nuvarande marknadsräntor representerade av den grå kurvan. Skillnaden mellan en svensk och en utländsk femårsränta enligt den gula kurvan är cirka 60 punkter, betydligt mindre än skillnaden ovan på cirka 160 punkter. Med den senare enligt Svenssons mening korrekta och större skillnaden skulle huvudscenariot ge en mycket större kronförstärkning.

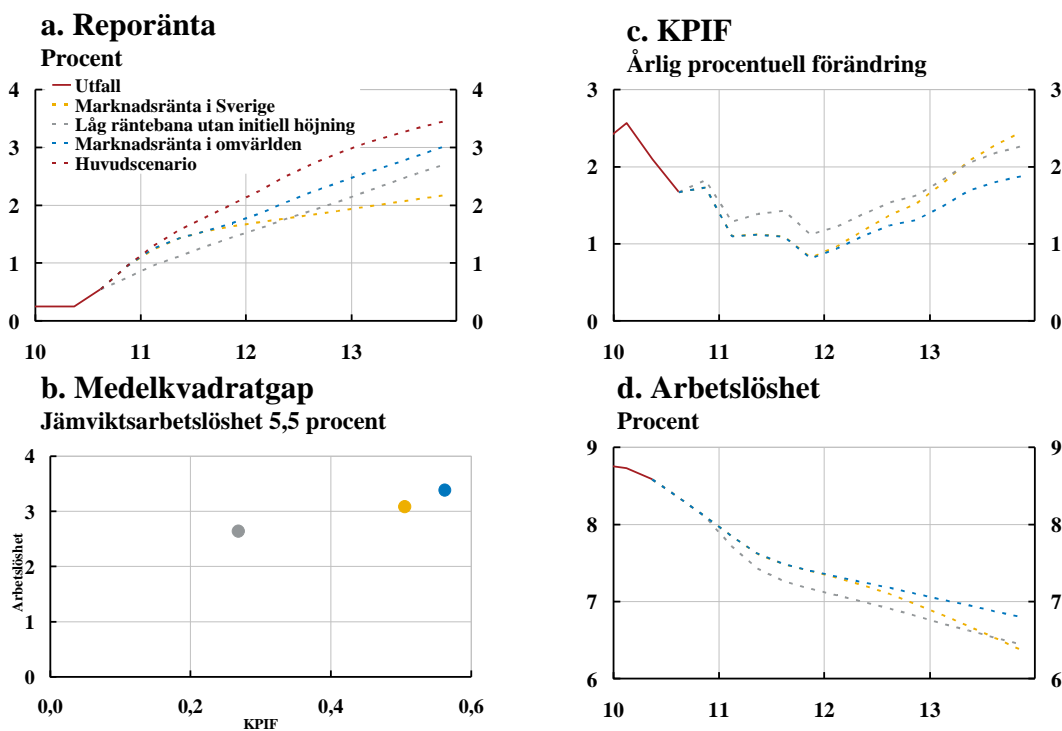
Om huvudscenariot istället skulle utgå från nuvarande faktiska långa räntor i omvärlden blir således med huvudscenariots reporäntebana kronan betydligt starkare och inflationen och BNP betydligt lägre. Om penningpolitiken då skulle följa Riksbankens historiska penningpolitiska reaktionsfunktion skulle räntebanan bli betydligt lägre. Det är just detta som en av fördjupningarna i utkastet till penningpolitisk rapport handlar om. Den har rubriken "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminsräntor". En mer korrekt och transparent rubrik vore enligt Svensson "Reporäntebanan med faktiska korta och långa marknadsräntor i omvärlden". Huvudscenariots antagande om höga utländska långa räntor är orealistiskt, hävdade Svensson. Man kan ju direkt observera att nuvarande utländska långa räntor är mycket lägre. Det verkar mer rimligt att utgå från de faktiska långa utländska räntorna. Det är ju som sagt faktiskt de som påverkar växelkursen.

Enligt Svensson är således fördjupningen som utgår från faktiska marknadsräntor i omvärlden mer relevant än huvudscenariot som utgår från högre räntor. Diagram 4 visar penningpolitiska alternativ under antagandet att korta och långa räntor i omvärlden är de

som faktiskt observeras, det fall som enligt honom borde kallas "Marknadsränta i omvärlden" men som kallas "Lägre styrräntor i omvärlden" i fördjupningen. Detta diagram såg Svensson som ett exempel på det utmärkta underlag som medarbetarna vid APP producerat.

Panel a visar olika reporäntebanor. Röd streckad kurva är huvudscenariots reporäntebana. Blå streckad kurva, som benämns "Marknadsränta i omvärlden", är den som kallas "Lägre styrräntor i omvärlden" i fördjupningen. Den visar den räntebana som Riksbankens historiska reaktionsfunktion ger upphov till om utländska marknadsräntor antas vara vad de är. Gul streckad kurva, med benämningen "Marknadsränta i Sverige", visar nuvarande marknadsförväntningar för reporäntan. Grå streckad kurva med benämningen "Låg räntebana utan initial höjning" visar en räntebana med oförändrad reporänta nu och sedan en gradvis höjning upp till cirka 2,7 procent vid prognosperiodens slut, det vill säga den räntebana som Ekholm och Svensson föredrar. Panel c och d visar med samma färger motsvarande prognoser för KPIF och arbetslösheten. Huvudscenariots prognoser visas dock inte här, eftersom det bygger på ett annat – enligt Svenssons bedömning realistiskt – antagande om utländska långa räntor. En prognos betingad på både huvudscenariots höga reporäntebana och faktiska låga marknadsräntor i omvärlden skulle, som nämnts ovan, ge en inflationsprognos betydligt under de prognoser som visas i panel c och en arbetslöshet betydligt över de prognoser som visas i panel d.

Diagram 4. Penningpolitiska alternativ, oktober 2010 (utländska räntor enligt marknadsnoteringar)



Källor: SCB och Riksbanken

Det framgår tydligt i panel c och d att den låga räntebanan utan initieell höjning ger det bästa utfallet, med KPIF-prognosen närmast målet och med lägst arbetslöshetsprognos. Detta illustreras också med hjälp av medelkvadratgapen i panel b, där denna räntebana ger en punkt som motsvarar lägre medelkvadratgap för både KPIF och arbetslösheten. Medelkvadratgapet för arbetslöshetsgapet är beräknat utifrån en jämviktsarbetslöshet på 5,5 procent. Den låga räntebanan dominerar även om jämviktsarbetslösheten antas vara så hög som 6,5 procent.

Att döma av detta diagram skulle en ännu lägre räntebana kunna ge ett ännu bättre utfall för KPIF och arbetslösheten, t.ex. en räntebana som till en början sammanfaller med den grå räntebanan men därefter från mitten av 2012 övergår till den gula bana som ges av marknadsförväntningarna. Man kan dock hävda att det behövs noggrannare analys och alternativa prognoser innan den bästa reporäntebanan kan läggas fast, i synnerhet som så mycket av analysen vid detta beslutstillfälle inriktats på det, enligt Svenssons mening, realistiska huvudscenariot. Därför anser han att den grå reporäntebanan, som når en nivå vid prognosperiodens slut på 2,7 procent, ungefär mitt emellan huvudscenariot och marknadsförväntningarna, kan vara en rimlig kompromiss denna gång inför en ny genomgång till nästa penningpolitiska möte.

Svensson övergick sedan till den specifika frågan om det är bättre med oförändrad eller höjd ränta nu. Den svenska ekonomin visar just nu god tillväxt och återhämtningen har god fart. Dock är nivån på BNP, export och investeringar fortfarande lägre och arbetslösheten högre än före krisen. KPIF-prognosen ligger under målet. Att höja räntan nu skulle bromsa uppgången, hålla uppe arbetslösheten över jämviktsarbetslösheten och hålla nere KPIF-inflationen under målet. Oförändrad ränta skulle däremot minska arbetslösheten så att den kommer närmare en normal nivå och öka KPIF-inflationen så att den kommer närmare målet.

Om penningpolitiken skall syfta till att stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en normal nivå så är valet enligt Svenssons mening enkelt: oförändrad ränta nu. Han hävdade att detta också framgår med all tydlighet i räntescenariot med oförändrad ränta nu i slutet på kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. Detta scenario är ännu ett exempel på det utmärkta underlag medarbetarna levererat. I detta scenario är det klart att den lägre räntebanan med oförändrad ränta nu ger bättre måluppfyllelse för inflation och resursutnyttjande än huvudscenariots bana.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** bad om ett förtydligande från staben om huvudscenariots prognos verkligen bygger på ett antagande om att räntorna i Sverige och omvärlden skiljer sig från de faktiskt observerade räntorna som Svensson hävdade.

Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, uppgav att analysen i huvudscenariot förstås beaktar dagens observerade räntor. Han menade vidare att Svenssons bild av avvikelser mellan faktiska räntor och de som prognosen bygger på utgår ifrån specifika antaganden för översättningen av terminsprisättning till styrränteförväntningar och översättningen av styrränteförväntningar till långa marknadsräntor. I en modellvärld med rationella förväntningar är det svårt att ta hänsyn till att marknadens och Riksbankens penningpolitiska förväntningar kan skilja sig åt. Men prognosen i huvudscenariot är inte en ren modellprognos och där finns möjligheter att använda expertbedömningar för att justera för företeelser som man inte kan ta hänsyn till

i modeller. I prognosen för framtida räntor används en mängd information utöver terminsprissättningen, vilket lett till en bedömning som ligger nära genomsnittet för andra prognosmakares ränteprognoser.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förklarade på nytt att såvitt han förstår är huvudscenariot betingat på att såväl reporäntebanan som Riksbankens prognos för utländska styrräntor är trovärdig, det vill säga att alla marknadsaktörer och andra aktörer faktiskt tror på Riksbankens prognos för både reporäntan utländska räntor och att denna tro prisas in i marknadsräntorna. Då blir den svenska avkastningskurvan den röda i diagram 3, och den utländska avkastningskurvan blir den höga gula kurvan i diagram 3 istället för den lägre grå kurvan. Detta är dock frågor som får redas ut ordentligt fram till nästa penningpolitiska möte.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** uppgav att hon tycker att prognosen i huvudscenariot baseras på rimliga antaganden och stödde bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen som den redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon ställde sig också bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och den reporäntebana som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Ett otvetydigt budskap av analysen i den penningpolitiska rapporten är att svensk ekonomi går mycket starkt. Återigen har styrkan i uppgången inneburit en överraskning. Uppjusteringen av svensk BNP är ganska stor för i år och beror på ett betydligt starkare utfall för andra kvartalet och att starka indikatorer pekar på att tillväxten de två sista kvartalen blir högre än vad som förutsågs tidigare. Tillväxten för nästa år är också uppjusterad men det beror i första hand på att tillväxten i slutet av innevarande år justerats upp.

Med den reporäntebana som prognosen betingas på ligger inflationen nära målet i slutet av prognosperioden samtidigt som resursutnyttjandet återförs till ungefär en normal nivå. Resursutnyttjandet är i och för sig svårångat men alla mått Riksbanken använder pekar åt samma håll. Arbetslösheten faller tillbaka relativt snabbt och uppgår till drygt 6,5 procent i slutet av prognosperioden.

Wickman-Parak ansåg den räntebana som presenteras i rapporten vara väl avvägd. Vi kommer ur en djup svacka med stora produktions- och arbetsmarknadsgap och då är det inte så konstigt att inflationen är låg och ligger under målet. En inflation under målet kan, på samma sätt som en inflation över målet, tolereras under en period. Det viktiga är att den närmar sig målet inom en rimlig tidshorisont. Och, vilket är viktigt i sammanhanget, det finns inga förväntningar om vare sig en bestående låg inflation eller, än värre, förväntningar om deflation. Alla mätningar av inflationsförväntningarna är tydliga på den punkten.

En arbetslöshet på drygt 6,5 procent i slutet av prognosperioden är fortfarande en hög arbetslöshet och kan indikera att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden är lägre än normalt. Men Wickman-Parak tyckte att man ska vara försiktig med denna typ av slutsatser eftersom det inte finns något säkert mått på vad som ska betraktas som en långsiktig jämviktsarbetslöshet. De olika modellskattningar som Riksbanken gjort (som visas i diagram R22 i utkastet till penningpolitisk rapport) ger högst varierande resultat. I Svenssons resonemang utgår han från en jämviktsarbetslöshet på 5,5 procent. Wickman-Parak ställde sig frågande till den siffran. Det är möjligt att olika reformer och andra

faktorer kan föra med sig att den långsiktiga arbetslösheten kommer ner, men hur mycket och i vilket tidsperspektiv det sker kan man inte veta.

I samband med det ville hon upprepa det hon sagt vid tidigare tillfällen, nämligen att hon känner sig långt ifrån säker på att matchningen på arbetsmarknaden kommer att fungera på ett sådant sätt att en snabbt ökad efterfrågan på arbetskraft kan tillfredsställas på ett smidigt sätt. Bristtalen i KI-barometern är redan på väg snabbt uppåt vilket Öberg redan nämnt. Även kvarstående lediga platser i AMS-statistiken ökar ganska snabbt. Dessa är enligt Wickman-Parak viktiga indikatorer som man bör hålla ögonen på. När man bara kan ha dimmiga uppfattningar om den långsiktiga arbetslösheten kan dessa indikatorer användas som en mer konkret vägledning om den faktiska situationen på arbetsmarknaden. Det kan vara så att flaskhalsar uppstår om inte under så strax bortom prognoshorisonten.

Wickman-Parak ville även meddela sin syn på hushållens upplåning. En lite högre ränta nu kan få hushållen att börja anpassa sig, vilket bör bidra till en lugnare utveckling. Därigenom minskar riskerna för den reala ekonomin och inflationen längre fram. Om hushållen kommer in i en fas där de känner osäkerhet om sin ekonomiska situation kan de snabbt börja dra ner sina skulder och minska sin konsumtion drastiskt. Att bryta en sådan process med sänkta räntor kan vara svårt. Det vi sett i USA är en tydlig illustration på det.

Sammanfattningsvis konstaterade Wickman-Parak att den räntebana som finns i utkastet till penningpolitisk rapport ger en god måluppfyllelse när det gäller inflationsmålet och resursutnyttjandet. När Riksbanken nu försiktigt lättar på gasen minskar också riskerna för problem längre fram. För det handlar ju faktiskt bara om att lätta på gasen; penningpolitiken kommer att vara expansiv under en lång period. I slutet av 2012 beräknas den reala reporäntan vara så låg som cirka en procent.

Under krisen tog Riksbankens direktion i ordentligt därför att den bedömde att det behövdes men också för att riskerna med att inte göra tillräckligt var stora. Nu menade Wickman-Parak att det är rimligt att i stället fundera på eventuella risker förknippade med att ligga kvar med en låg ränta och det förde över henne till resonemanget om vad besluten idag kan få för konsekvenser på lite längre sikt. Hon anser att gradvisa justeringar av räntan är att föredra. Riskerna för att man ska gå "helt fel" blir då mindre. Hela direktionen är ju ense om att svensk ekonomi går starkt. Man kan heller inte utesluta att Riksbanken åter kan bli överraskad av styrkan i den inhemska utvecklingen. Men skulle det visa sig att den internationella utvecklingen blir betydligt sämre än vad som förutses i prognosen finns alla möjligheter att ta paus i räntehöjningarna eller till och med backa tillbaka om så skulle behövas.

Riksbankschef **Stefan Ingves** uppgav att han delade bilden av utvecklingen i Sverige som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport och att han ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter samt den räntebana som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Han menade att återhämtningen i den svenska ekonomin har förstärkts sedan förra mötet. BNP-tillväxten är uppreviderad i år. I linje med det resonemang han framfört om den internationella utvecklingen gynnas Sverige, som är en exportberoende ekonomi, extra mycket av den internationella återhämtningen. Starka statsfinanser och en bra utveckling av hushållens sparande och inkomster gynnar även

inhemsk efterfrågan. Det är värt att notera att BNP nu snart nått samma nivå som före krisen och i utkastet till penningpolitisk rapport räknar Riksbanken nu med att resursutnyttjandegapet sluta något snabbare än i tidigare bedömning. Arbetslösheten är nedreviderad med 0,1 procentenhet i slutet av prognosperioden, till 6,7 procent år 2013. Samtidigt ser vi att produktiviteten återhämtar sig snabbare än väntat, vilket bidrar till lägre enhetsarbetskostnader i början av perioden än vad som bedömdes i uppföljningen i september. Det, tillsammans med en starkare växelkurs, bidrar till att inflationstrycket minskat något, trots en ny bedömning av resursutnyttjandet.

Sammantaget bidrar den nya informationen till ganska små förändringar av inflationsprognosen. Nästa år blir inflationen något lägre än i föregående prognos och bedöms bli 1,3 procent mätt med KPIF och 1,7 procent mätt med KPI. Inflationen vänder sedan upp igen och bedöms vara i linje med målet 2013 mätt med KPIF, medan KPI-inflationen blir 2,6 procent.

Prognosen baseras på en något lägre räntebana än tidigare. Här finns flera faktorer som inverkar. I utkastet till penningpolitisk rapport görs nu bedömningen att ränteutvecklingen i omvärlden blir litet mer dämpad. Konventionella och icke-konventionella åtgärder från de stora centralbankerna bidrar till det. Det låga ränteläget understödjer återhämtningen i omvärlden men det skapar också ett visst apprecieringstryck på kronan, vilket bidrar till att dämpa inflationen i Sverige. Sammantaget innebär det att normaliseringen av penningpolitiken kan ske något långsammare än vad som bedömdes i september. Det bör ge en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen och stabiliseringen av real ekonomin.

Ingves menade att det var lämpligt att gradvis fortsätta att göra penningpolitiken något mindre expansiv. Han ansåg det därför lämpligt att reporäntan höjs med 0,25 procentenhet idag. Tillsammans med de förfall av fasträntelånen som skett borde det bidra till en fortsatt normalisering av penningpolitiken. Riksbanken har nu i allt väsentligt avslutat den extraordinära utlåning som förekommit de senaste åren. "Exiten" kan därmed sägas vara genomförd. Det understödjer också Riksbankens fortsatta vilja att bidra till att det inte byggs upp nya finansiella obalanser i Sverige, vilket är en risk om räntan hålls låg alltför länge eller om Riksbanken på annat sätt håller finansmarknaden överlikvid. När nu Riksbankens balansräkning normaliserats leder det till en del portföljrebalanseringar på marknaden och till viss del en annan räntestruktur än tidigare. Det är en anpassningsprocess som inte är särskilt anmärkningsvärd och som är förutsedd, men som naturligtvis bör följas. Med begränsad statlig upplåning och en fortsatt stigande upplåning för bostadsändamål kan räntemarginalen mellan stats- och bostadsobligationer komma att behöva öka. Innan krisen var den räntemarginalen kraftigt nedpressad. Oberoende av vad som händer med denna räntemarginal har han vid ett flertal tillfällen tidigare noterat att en räntehöjning också är motiverad för att undvika framtida finansiella obalanser bortom den normala prognoshorisonten. Hushållens fortsatta skuldökning gör att han håller fast vid den synen. Finansinspektionens nyligen införda lånerestriktioner är också i det här sammanhanget ett steg i rätt riktning. Framöver gäller det att hitta rätt balans mellan tillsynsregler och räntesättning så att riskerna blir hanterbara.

Skulle uppåtriskerna utvecklas på ett sådant sätt att inflationen tar fart leder det till framtida räntehöjningar utöver de nu prognostiserade. Även mot den bakgrunden är det

att föredra att gradvis höja räntan i stället för att ta till snabba räntehöjningar längre fram. Skulle å andra sidan det omvända inträffa, det vill säga att utvecklingen blir sämre än prognostiserat, är det möjligt att hålla inne med framtida räntehöjningar. Beträktat på detta sätt är den penningpolitik som nu diskuteras väl avvägd. När nu den svenska räntenivån anpassas till rådande ekonomiska utveckling i Sverige kommer räntan att vara högre än i länder som växer långsammare och där inflationstrycket är lågt. I denna värld blir effekten på den svenska ekonomin en kombination av en ränteeffekt och en växelkurseffekt. Då tyckte Ingves att det var säkrare att lita till räntesättningen än växelkursen eftersom växelkurseffekter alltid är osäkra och mycket svåra att göra prognoser på. Skulle i det här avseendet utvecklingen bli en helt annan än den i prognosen får man ta hänsyn till det längre fram.

Ingves ville även kommentera prognosen för omvärldens styrräntor. Frågan är vilka faktorer som ska påverka den prognosen: bedömningar av andra centralbankers egna räntesignaler, marknadsaktörers bedömningar som de uttrycks i terminspriser eller enkäter, eller makroekonomiska samband. Det påminner om diskussionen som fördes innan Riksbanken började publicera en egen räntebana. I slutändan handlade det om att göra en bästa bedömning baserad på tillgänglig information. Den nuvarande metoden påminner om den teknik som används för prognoser av den egna räntebanan och Ingves förklarade att han tycker att det är en rimlig metod. Han påpekade även att det var bra att saken har kommit upp till diskussion och att tekniken belysts med hjälp av ett räkneexempel.

Slutligen ville han kommentera Svenssons inlägg om räntebanans trovärdighet. Ingves har aldrig föreställt sig att marknadsförväntningarna omedelbart ska anpassa sig till Riksbankens prognos utan att anpassningen kommer att ske gradvis. Man får acceptera att Riksbanken, marknadsdeltagare och andra prognosmakare gör olika bedömningar. Sammanfattningsvis är det en rimlig avvägning som presenteras i rapporten.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med en kvarts procentenhet och samtidigt justera ned räntebanan något från slutet på 2011 och framåt. Det ger en god måluppfyllelse både när det gäller att komma nära inflationsmålet om två procent under prognosperioden och att nå ett rimligt resursutnyttjande.

När det gäller den realekonomiska utvecklingen har verkligheten ännu en gång blivit bättre än vad som förutsågs vid det senaste penningpolitiska mötet. Så har det varit vid varje möte sedan i juli förra året och det är naturligtvis bara att vara tacksam över, menade Nyberg. Denna gång har den förväntade tillväxten för innevarande år justerats upp från 3,9 till 4,6 procent kalenderkorrigerat. På ett år har alltså det unikt stora fall i BNP på 5,1 procent som inträffade under förra året nästan tagits tillbaka. Alla delar av ekonomin bidrar, konsumtion, investeringar och export. Bekymren kring en "tudelad" ekonomi, där industrin och exporten sackade efter den inhemska efterfrågan, tycks nu i allt väsentligt vara borta. Som en följd av den starka uppgången har arbetsmarknaden också utvecklats väsentligt bättre än förväntat. Arbetslösheten har toppat ett par procentenheter lägre än vad som prognostiserades förra sommaren. Samtidigt återstår ett visst kapacitetsgap och inflationsförväntningarna ligger väl förankrade i närheten av målet två procent.

Detta gör det i sig rimligt att höja räntan i linje med den reporäntebana som presenterades vid det förra penningpolitiska mötet. Men Nyberg ansåg det inte osannolikt att Riksbanken även denna gång kan ha underskattat dynamiken i den svenska tillväxten. Konsumentförtroendet enligt Konjunkturinstitutets enkät är idag på samma nivå som före IT-krisen år 2000, högre än före den kris vi just gått igenom. I vissa snabbt expanderande branscher, framför allt inom byggsektorn, finns tecken på begynnande överhettning. Nyberg delade Öbergs och Wickman-Paraks farhågor i detta avseende.

Dessutom kvarstår oron för att hushållen fortsätter att låna i en takt långt över tillväxten i inkomst och att bostadspriserna inte planar ut. Nyberg trodde inte att det finns någon bostadsbubbla i Sverige i dagsläget, men han menade att det finns tydliga tecken på att risker byggs upp för framtida obalanser. Problemen kanske inte dyker upp förrän vid nästa lågkonjunktur, bortom prognoshorisonten, men då kan de bli betydande, på samma sätt som de blivit i ett antal andra länder. Enligt hans mening är det en faktor som bör vägas in i de penningpolitiska besluten, även om det så småningom kan komma att finnas alternativa och bättre instrument att hantera obalanser. Positivt i detta sammanhang är att bostadsbyggandet åter ser ut att börja ta fart. På sikt bör detta kunna medverka till en lugnare prisutveckling och därmed till att ökningstakten i skulduppbyggnaden minskar.

Trots misstanken att Riksbankens direktion i det korta perspektivet även denna gång kan fela i underkant ansåg han det vara klokt att justera ned räntebanan lite längre fram i tiden. Signalerna från USA och Europa är visserligen tvetydiga, men osäkerheten har onekligen ökat. Till bilden hör också frågetecknen kring vad de extremt låga ränteförväntningarna egentligen innebär. Nyberg menade att det denna gång finns särskild anledning att beakta inte bara punkttestimatet för reporäntebanan utan också dess osäkerhetsintervall. Trots allt vet man ganska lite om hur världen kommer att se ut ett år framåt i tiden. Det finns trovärdiga scenarier som ger både långsammare och snabbare räntehöjningar än i huvudscenariot.

Nyberg poängterade att det även i Sverige är så att marknadsräntorna visat sig vara dåliga prognosinstrument för framtida räntor. Det var, som Ingves påpekat, bland annat därför Riksbanken för några år sedan valde att lämna terminsräntorna och övergå till en egen räntebana. Att Riksbanken har en annan räntebana än marknaden är därför inte så märkligt. Fram till i slutet av nästa år stämmer banorna för övrigt ganska väl överens. Och vad som händer därefter finns det många tillfällen att diskutera vid kommande möten.

Nyberg ville även beröra marknadsreaktionerna på Riksbankens avveckling av de extraordinära åtgärderna som införts under krisen. Sedan det senaste penningpolitiska mötet har samtliga de ettåriga lån till fast ränta som Riksbanken gav bankerna som en del i krishanteringens förfallit. Riksbanken har därmed i allt väsentligt genomfört den planerade avvecklingen av de extraordinära penningpolitiska åtgärder som krisen föranledde. Bankerna har återtagit ansvaret för sin korta likviditetshantering genom att avveckla de över- och underskott som uppstår i slutet av varje dag på dagslånemarknaden snarare än via Riksbanken. I stort sett har detta gått väl. Viss oenighet om rutinerna dök upp under de första dagarna, men om man inte kommer överens måste någon eller några låna ut till Riksbanken till noll procents ränta medan någon eller några andra måste låna motsvarande belopp av Riksbanken till 1,5 procents ränta, givet en reporänta på 0,75 procent. Om man inte kommer överens är det dessutom

lätt hänt att oro sprider sig till andra marknader som tomorrow/next och även längre segment. De incitamenten verkar sammanlagt ha räckt för att åter få dagslånemarknaden att fungera tillfredsställande, även om ett visst rum för diskussioner i dagsläget förefaller att återstå, både mellan bankerna och mellan bankerna och den övriga marknaden. Hur som helst så finns det ingen anledning för Riksbanken att ingripa. Ansvar för hantering av bankernas dagliga över- och underskott på dagslånemarknaden måste under normala förhållanden ligga på bankerna, inte på Riksbanken. Det finns naturligtvis heller ingen anledning att tro att övergången till normala förhållanden skulle ha någon långsiktigt negativ påverkan på penningpolitiken.

Från början av 2009 till mitten av 2010, alltså ungefär under den tid som Riksbanken i penningpolitiskt syfte bidragit med likviditet till marknaden, har stocken av bostadsobligationer vuxit med cirka 340 miljarder kronor eller 27 procent. Delar av den tillväxten förefaller att ha finansierats via Riksbankens lån till bankerna. När nu denna likviditet försvunnit blir finansieringen dyrare, vilket kan leda till att ränteskillnaden mellan bostadsobligationer och statsobligationer stiger en aning. Detta verkar ha lett till en viss oro på marknaden. Men när bankerna fick tillgång till extra likviditet genom lånen var ju syftet att stödja penningpolitiken och bidra till ett extra tryck nedåt på de lite längre räntorna. När lånen försvinner är det inte orimligt att förvänta sig en effekt i motsatt riktning, tvärtom. Möjligen finns det anledning att uttrycka viss förvåning över att delar av marknaden överraskades när lånen förföll. Förfallen har ju varit kända länge och alla har haft god tid att anpassa sina portföljer. Nu kanske några aktörer som inte såg upp förlorar lite pengar. Men det finns ingen anledning att tro att marknaden inte skulle vara mogen att hantera detta.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ville kommentera Wickman-Paraks och Ingves inlägg. Han förklarade att han uppfattar Wickman-Paraks inlägg som att hon tolererar att både resursutnyttjandet och inflationen blir för låga på grund av den djupa nedgången. Dock är varken resursutnyttjandet eller inflationen oberoende av penningpolitiken. En mer expansiv penningpolitik kan öka båda. Han ville påminna om Jan Qvigstads kriterium för en väl avvägd penningpolitik, nämligen att om inflationen är för hög bör resursutnyttjandet vara för lågt och vice versa. Om båda är för låga eller båda är för höga kan en mer expansiv eller kontraktiv penningpolitik nämligen förbättra måluppfyllelsen.

När det gäller frågan om formen på räntebanan, nämligen om det är bättre att höja nu och höja mindre sedan än att lämna räntan oförändrad nu och höja mera sedan, som flera kollegor har kommenterat, så är det enligt Svenssons mening bara en fråga om att se vilket alternativ som ger bättre måluppfyllelse för inflation och resursutnyttjande. Enligt hans resonemang ovan om oförändrad eller höjd ränta nu verkar det då klart att det är bättre med oförändrad ränta nu.

Beträffande Wickman-Paraks kommentar om jämviktsarbetslösheten påpekade Svensson att hans bedömning att den tills vidare är 5,5 procent tar sin utgångspunkt i Anders Forslunds rapport till Finanspolitiska rådet 2008 och diskussioner med arbetsmarknadsekonomer som han haft. Forslund bedömer efter en genomgång av flera skattningar att jämviktsarbetslösheten i början på 2008 var cirka 6,2 procent och att de arbetsmarknadsreformer som genomfördes 2006-2007 kan medföra ytterligare 1-2 procentenheters lägre jämviktsarbetslöshet. Svensson bedömer att senare reformer under åren 2008-2010 kan ge några tiondelar lägre nivå, medan krisen och uppgången i

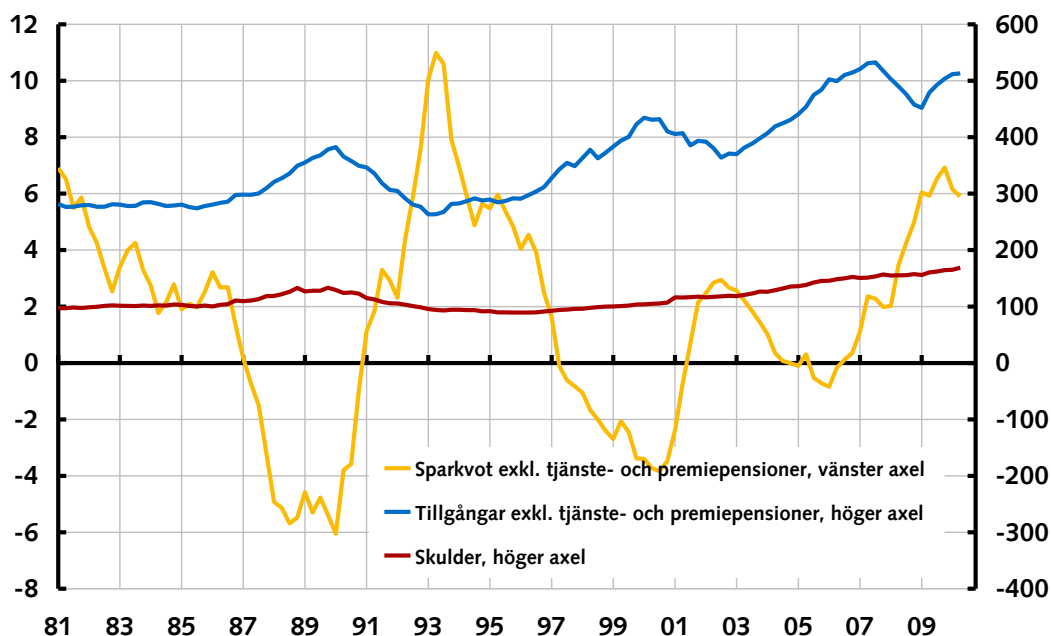
arbetslösheten kanske ger ett par tiondelar högre nivå. Slutligen kan kanske förändrad sammansättning av arbetskraften med nya grupper med något högre arbetslöshet ge upp till en halv procentenhets högre nivå. Då slutar man med ett intervall på cirka 4,5 till 5,6 procent, där Svenssons bedömning på 5,5 således ligger i övre delen.

I det sammanhanget ville Svensson ge en kommentar om resursutnyttjandet som denna gång är föremål för en fördjupning i den penningpolitiska rapporten. Han sa att det kanske framgått att han börjat fästa större vikt vid arbetslöshetsgapet som mått på resursutnyttjandet. Det finns flera skäl till det. Arbetslösheten mäts med hög frekvens och med relativt stor precision. Det görs inga revideringar av arbetslösheten annat än sådana som följer av ändrade definitioner. Man kan jämföra med BNP, där precisionen är dålig och stora revideringar är vanliga. Svårigheten med arbetslöshetsgapet är förstas att skatta jämviktsarbetslösheten. Denna kan dock skattas inom och utom Riksbanken med olika metoder och angreppssätt. Det är möjligt att föra en transparent diskussion och debatt om nivån på jämviktsarbetslösheten inom och utom Riksbanken. Detta är en stor fördel, framhöll Svensson och påpekade att det ju anses vara en stor fördel att någon annan än Riksbanken beräknar KPI och KPIF. Det vore inte lämpligt att Riksbanken själv beräknar det prisindex med vilket måluppfyllelsen mäts. Beträffande BNP- och timgap så krävs det en komplicerad och svår genomtränglig skattning av potentiell BNP och arbetade timmar. Det kan vara frestande att manipulera måtten så att rådande politik kan stödjas. Svensson sa att han har hört synpunkten att det alltid finns något mått på resursutnyttjandet som kan motivera nuvarande räntebana. Arbetslöshetsgapet framstår i det sammanhanget som en mer robust, transparent och mindre manipulerbar indikator på resursutnyttjandet än alternativen. Han förklarade att han därför är inriktad på att fortsättningsvis fästa stor vikt vid arbetslöshetsgapet.

Svensson ville därefter kommentera sina kollegers inlägg om hushållens upplåning. Han menade att när det gäller bostadspriser och penningpolitik är det värt att notera att det inte finns några indikationer på att huspriserna skulle vara en bubbla. De är helt förenliga med en hög efterfrågan och ett måttligt utbud. I Sverige finns det ingen förekomst av "buy to let", bostadsköp i syfte att hyra ut, utan endast "buy to live", bostadsköp för eget bruk. Bostäder köps alltså i första hand för att bo i, inte som ett investeringsobjekt. Det genomsnittliga hushållet har mycket starka balansräkningar. Nivåerna i balansräkningen är viktigare än flöden när det gäller att bedöma eventuell sårbarhet. De starka balansräkningarna framgår av diagram 5, som visar hushållens förmögenhet inklusive bostäder men exklusive tjänste- och premiepensioner som andel av disponibel inkomst, hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, samt sparkvoten exklusive tjänste- och premiepensioner. Det genomsnittliga hushållet har således skulder som bara är en tredjedel av tillgångarna medan två tredjedelar är eget kapital. De marginella bolånetagarna, de som har nya lån och högst belåning, är enligt Finansinspektionens rapport i februari inte alls särskilt sårbara och kan klara mycket extrema stresstest. Hushållens sparkvot är enligt Svensson hälsosamt hög – det finns inga indikationer på att bolån används till att finansiera konsumtion i någon betydande omfattning. Fallande huspriser innebär också att boendekostnaden skulle falla – av den anledningen säger man ju att "housing wealth is not really wealth". Svensson påpekade att han redan vid julimötet förklarade att konsekvenserna av ett husprisfall för penningpolitiken inte är särskilt problematiska. Om det medför ett fall i konsumtionen är det bara en efterfrågechock som sänker både inflation och resursutnyttjande och kan motverkas med

expansiv penningpolitik. Han hänvisade till diskussionen i juli-protokollet av fördjupningen om huspriser i juli månads penningpolitiska rapport.

Diagram 5. Hushållens förmögenhet, skuld och sparkvot (procent av disponibel inkomst)



Källor: SCB och Riksbanken

Om det ändå skulle uppstå problem med huspriser och hushållsbelåning så har Finansinspektionen effektiva instrument, inklusive det bolånetak som införts. Dessutom har Finansinspektionen ett mandat som innefattar konsumentskydd. Styrrentan är å sin sida ett mycket ineffektivt och trubbigt instrument för att påverka huspriser och hushållsbelåning.

Slutligen ställde Svensson frågan hur man bäst ska hantera nuvarande situation med skillnader mellan marknadsräntor i Sverige och omvärlden å ena sidan och Riksbankens prognoser för reporäntan och utländska styrräntor å andra sidan. Han menade att lösningen, som Ekholm förde fram på ett av mötena i beslutsprocessen, är att först göra en prognos för inflation och realekonomi betingad på svenska och utländska räntebanor i enlighet med marknadsförväntningar skattade från observerade marknadsräntor. Denna prognos kan bli en utgångspunkt och ett jämförelseobjekt för den fortsatta analysen.

Om prognosen för inflation och resursutnyttjande skulle "se bra ut", så kan reporäntebanan sedan väljas i enlighet med marknadsförväntningarna. Om prognosen inte ser bra ut, till exempel om inflationen och resursutnyttjandet blir för låga, så blir det aktuellt att göra en prognos för inflation och realekonomi för en alternativ räntebana som avviker från marknadsförväntningarna, till exempel ligger under marknadsförväntningarna. Prognosen betingad på denna alternativa räntebana kan då beräknas under två alternativa antaganden. Det ena är att den alternativa räntebanan är trovärdig och att marknadsförväntningarna således omedelbart anpassas till den alternativa räntebanan, det vill säga att den alternativa räntebanan implementeras med så

kallade förutsedda avvikelser. Det andra är att den inte är trovärdig utan att marknaden och ekonomiska aktörer överraskas av att Riksbanken följer den alternativa banan och då gradvis anpassar sina förväntningar. Då implementeras den alternativa räntebanan med så kallade oförutsedda avvikelser. Ifall Riksbanken föredrar en annan prognos för utländska styrräntor än den som är förenlig med utländska marknadsräntor och därur härledda marknadsförväntningar så bör denna implementeras med oförväntade avvikelser, där utländska marknadsförväntningar kan antas gradvis anpassa sig till faktiska utfall av utländska styrräntor. Detta är också frågor som får redas ut till nästa penningpolitiska möte.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** höll med om Svenssons resonemang om hur man kunde förbättra underlaget för de penningpolitiska besluten genom att lägga prognoser baserade på implicita terminräntor och jämföra utfall med föreslagen reporäntebana.

Hon ville också kommentera resonemangen om att räntan kan behöva höjas idag och stiga snabbare framöver för att minska risken för att obalanser byggs upp i ekonomin, kanske i första hand på bostadsmarknaden. Hon anser att utvecklingen när det gäller hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden skapar viss oro. Enligt hennes uppfattning utgör bostadsmarknaden en källa till potentiella obalanser eftersom priserna under lång tid har ökat i en takt som inte ser ut att vara långsiktigt hållbar. Samtidigt tror hon inte att det är så mycket penningpolitiken kan göra för att stävja denna utveckling just nu. Alla vet att räntorna är på väg upp eftersom de faktiskt har börjat höjas. Finansinspektionen har infört sitt lånetak, vilket hon förklarade att hon liksom Ingves tycker är positivt. De svenska bostädernas eventuella övervärdering diskuteras ofta i media. Om hushållen och deras banker trots detta anser det motiverat att hushållen lånar till de priser som råder nu så menade Ekholm att hon har svårt att tolka det på annat sätt än att det är förenligt med de inkomster som de har. Hon förklarade vidare att hon anser att det i vissa situationer kan vara motiverat att anpassa räntepolitiken till risken för att det byggs upp obalanser i ekonomin kopplade till utvecklingen på bostadsmarknaden, men att hon själv i dagläget lägger liten vikt vid denna risk när det gäller det penningpolitiska beslutet.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** uppgav att han har stor respekt för att man kan ha olika bedömningar av penningpolitiken i omvärlden och att det får konsekvenser för penningpolitiken i Sverige på det sätt som Ekholm resonerar. Men han tror inte att de bedömningarna kan baseras på marknads terminräntekurvor på det sätt som Svensson resonerar. Terminräntekurvorna är helt enkelt inte bra som underlag för prognoser om styrräntor om tre år. Osäkerheten är för stor. Det framgår för svensk del av de mycket breda konfidensintervallen för reporäntan som regelmässigt redovisas i de penningpolitiska rapporterna. De är baserade på marknads förmåga, eller snarare oförmåga, att förutse reporäntan.

Däremot är osäkerheten inte lika stor på kort sikt. Terminräntekurvorna stämmer för närvarande väl med Riksbankens räntebana på ett och två kvartals sikt. Det visar sig också att terminskurvorna på den korta sikten delvis anpassar sig mot Riksbankens räntebana vid nya beslut, men däremot kvarstår skillnaderna på längre sikt.

Han ansåg det därför vara rimligt för närvarande att utgå från att styrräntorna i omvärlden på kort sikt följer marknads terminräntekurva, men att de på längre sikt när

osäkerheten är mycket stor utgår från historiska samband mellan styrränta, inflation och resursutnyttjande och liksom övriga variabler närmar sig historiska medelvärden. Det är en vanlig teknik både i prognosarbete och i ekonometriska modeller att nivån på olika variabler på längre sikt anpassar sig till ett normalvärde. För närvarande är styrräntorna extremt låga. Förr eller senare kommer de att återgå till en normal nivå. Svårigheten är att förutse hur det kommer att ske.

Öberg sa att hans erfarenhet är att långsiktiga förväntningar varierar med konjunkturen. Ser det dystert ut för tillfället så är också de långsiktiga förväntningarna dystra och tvärtom. Men det kan svänga snabbt och dystra långsiktiga förväntningar kan vändas till optimistiska på kort tid. Det är för honom huvudskälet till att inte tro att de nuvarande långsiktiga förväntningarna om styrräntorna är en bra grund för antaganden om nivån på korta räntor om tre år.

Även när det gäller den svenska reporäntan så bör Riksbanken utgå från sina egna bedömningar givet den övriga bilden av den ekonomiska utvecklingen inklusive antaganden om omvärldens ränteutveckling. De flesta andra prognosmakare räknar med en räntebana som ligger i linje med den räntebana som redovisas i den penningpolitiska rapporten. Ingen räknar med att det ska leda till en katastrof för svensk ekonomi. Prosperas senaste undersökning av förväntningarna hos penningmarknadens aktörer visar att förväntningarna om reporäntan har stigit sedan den förra undersökningen och att de nu sammanfaller med räntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport. De räknar inte heller med någon katastrof för svensk ekonomi utan en fortsatt stark BNP-tillväxt och en inflation i linje med inflationsmålet.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** poängterade att han tycker att majoritetens förslag är bra alldeles oberoende av vad som händer med huspriserna. Han ville dock göra reflektionen att det är bra om penningpolitiken reagerar i god tid innan stora obalanser hinner byggas upp. Han kände sig inte säker på att det som hänt Irland, Spanien, USA och Australien aldrig skulle kunna hända här. Många skäl att tro att huspriserna inte var övervärderade angavs också i Sverige i början på 1990-talet, inklusive styrkan i hushållens balansräkningar. Ändå föll, som bekant, priserna kraftigt.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ville kommentera Svenssons inlägg. Hon påpekade att när man kommer från en situation där ekonomin drabbats av en stor efterfrågechock med låg inflation och stora produktions- och arbetsmarknadsgap är det inte rimligt att vänta sig att Riksbanken snabbt via penningpolitiken ska kunna föra tillbaka inflationen till målet och resursutnyttjandet till en mer normal nivå. Att detta uppnås mot slutet av prognoshorisonten betraktade hon som ett gott resultat.

Hon ville även kommentera att angående resursutnyttjandet så är alla medvetna om svårigheterna att mäta det. Därför är det viktigt att ha många olika mått. Att ha med arbetslösheten är rimligt men det kan inte vara det enda måttet. Även i fortsättningen behövs flera mått. De kan sammantagna ge en vägledning inför de penningpolitiska besluten.

Hon hänvisade till det Svensson nämnde om hushållens balansräkningar och att de är solida. Det är riktigt men samtidigt måste man skilja på tillgångar och skulder. Tillgångarna kan smälta ihop om tillgångspriser som till exempel olika finansiella tillgångar och huspriser, faller. Det gäller inte skulderna som hela tiden finns där

ograverade. Slutligen höll hon med om att räntan kan vara ett trubbigt instrument och visst kan andra verktyg användas för att hålla tillbaka en överdriven kreditexpansion. Men det innebär inte att räntan är betydelselös. Att inte priset på pengar spelar någon roll för hushållens vilja att låna pengar tror hon inte på.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** replikerade angående huspriserna före 1990-talskrisen att det i slutet av 1980-talet förekom betydande finansiering av hushållens konsumtion med hjälp av höjda bolån. Detta är en farlig situation eftersom fortsatta prisökningar då blir en förutsättning för fortsatta höjningar av bolånen och upprätthållande av konsumtionen. Men det visar sig i en låg sparkvot. Det syns i diagram 5. Sparkvoten i slutet av 1980-talet var starkt negativ, vilket indikerar att hushållen levde över sina tillgångar. Det är som sagt ingen hållbar situation. Det var också fallet i USA före krisen, där sparkvoten blev mycket låg och konsumtion finansierades med höjda bostadslån. Situationen i Sverige nu är helt annorlunda. Sparkvoten nu är hälsosamt hög, vilket är en tydlig indikator på att det inte förekommer att konsumtion i någon betydande omfattning finansieras med höjda bolån.

Riksbankschef **Stefan Ingves** menade att det viktiga var att undvika stora fall i huspriserna. Många andra länder har fått lära sig att det inte är så lätt att hantera de problem som kan uppstå när huspriserna faller bara genom att sänka räntan.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inflikade att när det gäller vilken effekt penningpolitiken har på bostadspriserna finns det en mängd teoretisk och empirisk forskning, inklusive den svenska Walentin-Sellin-modellen som diskuterades vid julimötet. Denna forskning har kommit till mycket samstämmiga resultat. En höjning av styrräntan med 1 procentenhet sänker bostadspriserna med ungefär 1,5 procent. För att sänka bostadspriserna med 15 procent måste alltså räntan höjas med hela 10 procentenheter. Då faller dock BNP med ungefär en tredjedel av fallet i huspriserna, det vill säga ungefär 5 procent. Det är förstås en orimligt hög kostnad. Styrräntan är alltså ett mycket ineffektivt och för realekonomin kostsamt sätt att styra bostadspriserna.

Riksbankschef **Stefan Ingves** menade att han inte är så säker på att sista ordet är sagt om sambanden mellan styrräntor och huspriser.

Ingves sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Svensk ekonomi utvecklas starkt. Den globala återhämtningen har bidragit till att världshandeln stiger, vilket gynnar svensk export. En kombination av starka offentliga finanser, ett högt hushållssparande och optimism bland hushållen skapar förutsättningar för stigande konsumtion. Den breda uppgången i svensk ekonomi bidrar också till att sysselsättningen ökar snabbt.

Samtidigt är utvecklingen i omvärlden fortsatt osäker. Återhämtningen i USA kommer att ta tid och de stora finanspolitiska åtstramningarna i flera europeiska länder dämpar tillväxten i Europa. En långsam återhämtning i dessa länder medför ett måttligt inflationstryck och låga omvärldsrentor.

Även om inflationstrycket i svensk ekonomi är lågt i dagsläget till följd av det svaga konjunkturläget i omvärlden, låga arbetskostnader för svenska företag och en starkare krona väntas det stiga i takt med att konjunkturen i Sverige förstärks. För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och uppnå ett normalt resursutnyttjande behöver

därför reporäntan gradvis höjas mot mer normala nivåer. Dessutom har hushållens skulder ökat påtagligt under senare år. Om skulderna under en längre tid fortsätter att öka väsentligt snabbare än inkomsterna finns det risk för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin.

I oktober förföll det sista av de tre lånen till fast ränta som gavs till bankerna under 2009. Dessa lån har inte ersatts av nya lån. Avvecklingen utgör en viktig del i normaliseringen av penningpolitiken.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten tisdagen den 26 oktober 2010 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,00 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 27 oktober 2010,
- att tisdagen den 26 oktober 2010 kl 9:30 offentliggöra beslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 8 november 2010 kl 9:30.

Ordföranden erinrade om att något beslut om in- och utlåningsränta inte behövde fattas särskilt eftersom direktionen tidigare under mötet hade beslutat att dessa räntor tills vidare ska följa den vid var tid gällande reporäntan (+/- 75 räntepunkter), se särskilt protokoll nr 7.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm och vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet att höja räntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent och mot reporäntebanan i den penningpolitiska rapporten.

De förordade en reporänta på 0,75 procent och en reporäntebana som sedan gradvis stiger mot 2,7 procent vid prognosperiodens slut. De ansåg att huvudscenariots räntebana innebär en mer åtstramande penningpolitik än vad som framgår av den penningpolitiska rapporten. Den skulle leda till en större förstärkning av kronan än i rapportens prognos och betydligt högre långa räntor än i dagsläget. Detta skulle sänka inflationen och höja arbetslösheten. Att huvudscenariots räntebana väntas leda till en större förstärkning av kronkursen än i prognosen grundas på uppfattningen att utländska styrräntor kommer att stiga långsammare och att växelkursen påverkas av nuvarande låga utländska långa marknadsräntor.

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