

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 6

DATUM: 2010-12-14

MÖTESTID: 09.00

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

Johan Gernandt, fullmäktiges ordförande
Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Carl-Johan Belfrage
Carl Andreas Claussen
Heidi Elmér
David Forsman (§ 1)
Eric Frieberg
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Anna Lidberg (§ 1)
Pernilla Meyersson
Christina Nyman
Cecilia Roos-Isaksson
Mattias Persson (§ 1)
Britta von Schoultz
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

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

David Forsman från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten. Trots den rådande statsfinansiella osäkerheten konstaterade han att svenska banker för närvarande har god

tillgång till både kortfristig och långfristig finansiering. Om osäkerheten tilltar kan dock tillgången till marknadsfinansiering försämrast.

Anna Lidberg 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 penningpolitiska möte. Priserna återspeglar även förväntningar om höjningar med 0,25 procentenheter vid två av de tre påföljande mötena. De flesta bedömare tror att räntan kommer att höjas med 25 punkter vid dagens möte, och med ytterligare 25 punkter i februari. Därefter divergerar förväntningarna. Terminsprissättningen tyder på att de penningpolitiska förväntningarna är något högre nu än vad de var vid det penningpolitiska mötet i oktober. Framöver väntas räntan höjas ytterligare i Sverige. I USA, Storbritannien och euroområdet väntas tidpunkten för en första höjning ligga ungefär ett år fram i tiden, enligt prissättningen på marknaden. De 10-åriga statsräntorna har stigit sedan det penningpolitiska mötet i oktober. Den TCW-viktade kronkursen är nu marginellt starkare än vid det penningpolitiska mötet i oktober.

Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 9 och 10 december. Sedan dess har det kommit ny statistik för industriproduktion och orderingång i Sverige. Statistiken har inte gett upphov till revideringar av prognoserna.

Viktig ny internationell information sedan den penningpolitiska rapporten i oktober är den finanspolitiska överenskommelsen i USA mellan Obama-administrationen och ledande republikaner i kongressen i början av december. Överenskommelsen innebär att finanspolitiken i USA med största sannolikhet blir svagt expansiv framöver, och inte kontraktiv som tidigare förväntat. Osäkerheten kring den statsfinansiella utvecklingen i euroområdet består trots EU:s och IMF:s stödprogram för Irland. I Sverige var BNP-tillväxten för tredje kvartalet 2010 betydligt starkare än prognostiserat i den senaste penningpolitiska rapporten. Tillväxten har i stor utsträckning berott på produktivitetstillväxt snarare än sysselsättningstillväxt, men även på arbetsmarknaden har utvecklingen varit något bättre än väntat. Inflationen i oktober och november var högre än prognostiserat på grund av oväntat snabbt stigande energi- och livsmedelspriser.

Utfall och indikatorer i Sverige är starka, men osäkerheten om omvärlden består. I utkastet till penningpolitisk uppföljning prognostiseras en BNP-tillväxt på 5,5 procent 2010 och 4,4 procent 2011. Resursutnyttjandet stiger därmed och förväntas bli normalt eller något över normalt i slutet av prognosperioden. KPIF-inflationen faller till drygt 1 procent i slutet av 2011, och stiger sedan successivt mot 2 procent. KPI-inflationen stiger snabbare och uppgår till drygt 2,5 procent i slutet av 2013. Reporäntan höjs enligt prognosen gradvis och uppgår till cirka 3,5 procent i slutet av 2013.

Jämfört med i den penningpolitiska rapporten i oktober är prognoserna för BNP i omvärlden något högre. Revideringen beror först och främst på den finanspolitiska överenskommelsen i USA, men även på starka kortsiktsindikatorer. Den realekonomiska utvecklingen i Sverige har också reviderats upp. Inflationsprognosen för 2011 är högre, främst på grund av högre elpriser. Prognosen för inflationen på längre sikt är dock

sammantaget bara marginellt ändrad. Reporäntan förväntas höjas i samma takt som i den penningpolitiska rapporten från oktober.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att förklara att han ställer sig bakom prognoserna för den internationella utvecklingen i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Tillväxten i världen som helhet är hög, men skillnaderna mellan olika områden är stora. Han räknar fortfarande med en återhämtning i USA och Europa, men i långsammare takt än efter en normal lågkonjunktur. Detta till följd av att det har varit en finanskris som normalt följs av problem i bankerna och de offentliga finanserna. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har tillväxtsiffrorna i den penningpolitiska uppföljningen reviderats upp något för både USA och Europa.

Öberg fortsatte med att ta upp problemen i Europa. Ingen kan veta hur de kommer att utveckla sig, men han ville ändå redovisa sin bedömning eftersom den har betydelse för hans syn på den ekonomiska utvecklingen i Sverige och därmed för penningpolitiken.

Enligt Öberg är två saker värda att notera. För det första är skillnaderna mellan olika länder i Europa stora. De länder som har de största problemen är Grekland, Irland, Portugal och Spanien. De har alla försämrat sin konkurrenskraft jämfört med genomsnittet för euroområdet under det senaste decenniet och de har mycket stora underskott i de offentliga finanserna. Detta gäller i synnerhet Grekland och Irland, vilka hade EU:s största underskott 2009 på cirka 15 procent av BNP. Men de fyra länderna utgör ändå en mindre del av euroområdet. De tre mindre länderna svarar sammanlagt för ungefär 6 procent av euroområdets BNP och Spanien för cirka 12 procent.

För det andra har problemen hittills kunnat hanteras, även om det har dragit ut på tiden. På EU-nivå finns nu två lånefaciliteter, vilka tillsammans med IMF och enskilda länder kan bidra med stöd till stater om så behövs. De räcker också i stort sett till för Portugal och Spanien om de skulle behöva stöd och faciliteterna skulle troligen kunna utökas om så krävs. ECB har också möjligheter att påverka utvecklingen genom utlåning till banker i de berörda länderna och köp av statsobligationer.

Öberg menar därför att det mest troliga är att euroområdet fortsätter att återhämta sig i ungefär den takt som förutspås i den penningpolitiska uppföljningen. Sannolikheten för mer dramatiska scenarier, som att eurosamarbetet skulle bryta ihop, bedömer han som mycket liten. Däremot finns det en risk att de statsfinansiella problemen i Portugal, Spanien och kanske fler länder kan leda till nya perioder av oro på de finansiella marknaderna och en ännu långsammare återhämtning. Men det finns också en möjlighet att återhämtningen blir starkare än i prognosen om Portugal eller åtminstone Spanien kan hantera sina problem själva utan att behöva förlita sig på stöd utifrån.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** sa att han i allt väsentligt ställer sig bakom analysen och slutsatserna i utkastet till penningpolitisk uppföljning och endast ville ge några synpunkter på den finansiella utvecklingen i Europa.

Osäkerheten på de finansiella marknaderna har ökat och spridit sig sedan det förra penningpolitiska mötet. Irland fick till slut ett stödpaket, men alla turerna kring detta medverkade till att blickarna än mer kom att riktas mot Portugal och Spanien. Investerare

på marknaden har många frågor som förefaller berättigade; Kommer regeringarna i Portugal och Spanien förmå att genomföra strukturella reformer som kan skapa en bestående tillväxt? Vad händer om länderna inte genomför reformerna? Finns en vilja att fylla på den europeiska stödfonden, eller kommer en skuldrekonstruktion med stora förluster för investerarna att tvingas fram? Det är viktigt att komma ihåg att trovärdighetsproblem inte uppstår när den europeiska stödfonden eventuellt tagit slut, utan när det är uppenbart att den kommer att göra det. Frågan om ökade garantier kan därför snabbt bli akut. Det är därför inte förvånande att många förvaltare av pensionspengar drar sig ur marknaden i väntan på att alla frågetecken ska rätas ut. Det kan ta lång tid att återställa marknads förtroende. Situationen kan bli värre innan den blir bättre.

En skuldrekonstruktion i någon av de problemtungda länderna skulle rimligen få investerarna att misstänka att fler länder kan drabbas och därigenom negativt påverka kapitaltillförseln även till dessa länder. Skuldrekonstruktioner sker dessutom sällan i ordnade former och det är lätt att skissera scenarier där en sådan skulle ge betydande effekter på den reala ekonomin, inte bara för landet ifråga utan för hela euroområdet. Indirekt skulle det naturligtvis drabba även Sverige. Nyberg sa att han, liksom Öberg, dock tror att incitamenten i slutändan är tillräckligt starka för att euroländerna ska agera för att undvika en sådan utveckling, men all erfarenhet tyder på att agerandet kommer sent, det vill säga först när betydande oro uppstått på marknaden.

Vill man undvika en eskalering av problemen måste de enskilda länderna kortsiktigt göra ytterligare budgetförstärkningar. Det påverkar tillväxten negativt. Strukturella reformer för att förbättra konkurrenskraften skulle stärka marknads förtroende utan att få negativa budgetkonsekvenser, men sådana reformer verkar svåra att åstadkomma. Men viktigast för investerarnas förtroende är sannolikt vilka signaler som sänds från de länder som rimligen kommer att stå i centrum när problemen ska lösas, i första hand då Tyskland.

Slutligen noterade Nyberg att de svenska bankerna så här långt inte har drabbats av oron på marknaderna eftersom de är väl kapitaliserade och Sverige inte har några statsfinansiella problem. Deras upplåning kan dock bli dyrare om riskpremierna ökar överlag.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** förklarade att hon inte har något att invända mot prognosen för internationell inflation och BNP i utkastet till penningpolitisk uppföljning, men att hon, liksom vid mötet i oktober, är skeptisk till prognosen för utländska styrräntor. Den är marginellt högre än i oktober.

En viss höjning av prognosen för omvärldens styrräntor anser Ekholm vara väl motiverad, framför allt på grund av att utsikterna för den amerikanska ekonomin ser något bättre ut. Den uppgörelse om sänkta skatter som annonserades i förra veckan innebär en finanspolitisk stimulans som borde minska trycket på en expansiv penningpolitik framöver. I euroområdet ser tillväxten ut att bli lite högre än vad som tidigare bedömdes på kort sikt. Samtidigt kvarstår oron för utvecklingen när det gäller statsfinanserna i ett antal euroländer. Denna oro har, som Nyberg kommenterat, eventuellt till och med blivit ännu större, vilket medför att utsikterna på lite längre sikt är synnerligen osäkra.

Även om det är motiverat med en viss höjning av prognosen för utländska styrräntor är det Ekholms bedömning nu, liksom vid det penningpolitiska mötet i oktober, att nivån

ligger för högt, särskilt under 2012 och 2013. Ett skäl till denna bedömning är att hon tolkar kommunikationen från Federal Reserve, ECB och Bank of England som att de signalerar att de avser att hålla styrräntan på en mycket låg nivå längre än vad som implicit ligger i prognosen. Ett annat är att det hittills inte kommit någon information som skulle motsäga att det finns ett behov av att hålla styrräntorna mycket låga under en längre tid i dessa ekonomier. Detta eftersom återhämtningen fortfarande trots allt ser ut att gå ganska trögt i USA. Arbetslösheten ligger fortfarande på en mycket hög nivå och det kan ta många år innan den är tillbaka på normala nivåer. Dessutom ser den statsfinansiella situationen i Europa fortsatt mycket besvärlig ut.

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 uppföljning vad gäller inflation och BNP. Men liksom Ekholm har han en avvikande mening beträffande utvecklingen av utländska räntor i förhållande till rådande utländska marknadsräntor och implicita terminräntor. Huvudscenariot antar en prognos för TCW-viktade utländska styrräntor som om ett par år ligger betydligt över TCW-viktade utländska terminräntor. Med samma argument som vid det förra penningpolitiska mötet anser Svensson att det är bättre att istället anta en prognos för utländska styrräntor som är i linje med utländska terminräntor.

Svensson tolkar kommunikation och signaler från Bank of England, ECB och Federal Reserve som att de knappast avser att föra en penningpolitik som innebär räntebanor som signifikant överstiger marknadsförväntningar sådana dessa kommer till uttryck i terminräntorna.

Svensson påpekade också att om prognosen för utländska styrräntor är i linje med terminräntor uppstår det inte någon motsägelse mellan prognosen och de rådande utländska långa marknadsräntorna. Eftersom det är de rådande långa marknadsräntorna som påverkar växelkursen uppstår således inte heller någon motsägelse mellan prognosen för utländska styrräntor och hur växelkursen bestäms. Svensson hänvisade till sin utförliga diskussion av dessa frågor i protokollet från det penningpolitiska mötet i oktober och i ett tal den 24 november.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade liksom Nyberg och Öberg att oron på de finansiella marknaderna har tilltagit sedan det förra penningpolitiska mötet. Det är nu stor uppmärksamhet på de statsfinansiella problemen i Europa. Det har sedan en lång tid varit oro på de finansiella marknaderna, men fokus har skiftat och intensiteten har varierat. Vid tidpunkten för det förra penningpolitiska mötet var det betydligt större fokus på osäkerheten i den amerikanska ekonomin. Hon anförde då, liksom flera gånger tidigare, ett flertal skäl till varför uppgången trots allt skulle kunna fortsätta. Den statistik som kommit därefter har bekräftat att tillväxtutsikterna stärkts. Till det kommer nya finanspolitiska stimulanser som förklarar större delen av uppjusteringen av tillväxtprognosen för nästa år och 2012 i den penningpolitiska uppföljningen. Samtidigt fortsätter bostadsmarknaden att vara en surdeg och sysselsättningen har inte kommit igång ordentligt. Wickman-Parak delar dock den uppfattning som finns i den penningpolitiska uppföljningen, nämligen att andra indikatorer pekar mot åtminstone något bättre styrfart på arbetsmarknaden framöver.

Wickman-Parak sa att den osäkerhet som råder kring de statsfinansiella problemen i euroområdet hittills inte har slagit igenom i förtroendet i de delar av euroområdet som är förskonade från akuta problem. Olika förtroendeindikatorer har fortsatt uppåt. Hon noterade också att den inhemska efterfrågan i form av investeringar och privat konsumtion, nu bidrar till tillväxten. Det förefaller finnas en underliggande drivkraft i ekonomin som inte stukats av den osäkerhet som finns på andra plan. Oron på finansmarknaderna finns dock kvar och lär inte klinga av snabbt. Ständigt finns där en osäkerhet om huruvida vissa hårt skuldsatta länder ska klara sina åtaganden eller tvingas till skuldrekonstruktion. Men så länge det inte påverkar finansmarknaderna på ett mer djupgående sätt, som stör kredittillgången, finns det goda chanser att kärnländerna i euroområdet kan fortsätta att växa. Det är rimligt att tillväxten kan nå upp till de ganska modesta nivåer som förutsätts i den penningpolitiska uppföljningen.

Enligt Wickman-Parak har länderna i Sydeuropa en lång väg att gå för att komma till rätta med sina problem. Det handlar om långtgående behov av budgetåtgärder parallellt med åtgärder för att förstärka konkurrenskraften. Men även dessa länders anpassning hjälps upp av en bättre tillväxt i omvärlden. Den oro som är förknippad med staters förmåga att kunna fullgöra sina förpliktelser är nära kopplad till den bredare oron som har att göra med risken för att euroområdet skulle brytas upp i sina beståndsdelar. Båda dessa oroselement har i grunden politiska förtecken. Hon trodde, som Nyberg och Öberg, att det mest troliga är att man lyckas reda ut problemen. Men det här är, tillsammans med andra storskaliga problem som hur de globala obalanserna ska lösas upp, frågor som kommer att leva kvar under lång tid.

Oavsett graden av oro och osäkerhet måste direktionen göra en prognos. Hon bedömer att den internationella prognos som presenteras i förslaget till penningpolitisk uppföljning är högst rimlig och ställer sig bakom den. Sammantaget innebär dessa prognoser att marknaden för svensk export ökar med 7-8 procent de närmaste två åren. Det är ingen dålig grund för de svenska exportutsikterna framöver.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att han delar synen på den internationella utvecklingen som ges i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Världshandeln är i stort sett tillbaka på samma nivå som före krisen. Denna återhämtning är förstås viktig när man ser på förutsättningarna för den exportberoende svenska ekonomin. Världstillväxten ligger på drygt 4 procent men är ojämnt fördelad. Det handlar om små förändringar sedan den penningpolitiska rapporten i oktober men det finns nu inte längre anledning att tala om stora risker för en "double dip", i synnerhet som tillväxten har reviderats upp en del för de närmaste åren. I USA kvarstår osäkerhet om arbetsmarknaden och bostadsmarknaden och på längre sikt statsfinanserna samtidigt som tillväxten är på väg upp, något som redan påpekats av Wickman-Parak.

I Europa är tillväxten god i norr medan statsskuldspenningpolitiken skapar osäkerhet i söder. Prognosen för euroområdet bygger dock på att man tar sig igenom de statsfinansiella problemen på ett ordnat sätt.

När tillväxt och sparande är ojämnt fördelade mellan olika delar av vår omvärld uppstår obalanser, behov av olika typer av penningpolitik och spänningar mellan olika valutor. De globala obalanserna har ännu inte rättats till och det skapar osäkerhet för alla, inte minst för exportberoende länder som Sverige. Realekonomiskt drar Sverige stor nytta av den

globala återhämtningen. Samtidigt har de två stora valutaområdena dollar och euro behov av låga räntor. Sammantaget innebär det att olika externa krafter drar åt olika håll när det gäller den svenska penningpolitiken och att det gäller att finna en lämplig balans anpassad till svenska förhållanden.

Ingves sammanfattande sedan diskussionen av konjunkturutsikterna i omvärlden med att det råder en stor samstämmighet inom direktionen när det gäller den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och källorna till osäkerhet om denna utveckling. Däremot finns det vissa avvikelser i synen på styrränteutvecklingen i de stora valutaområdena.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** förklarade att han ställer sig bakom prognoserna för den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Den svenska ekonomin växer snabbt, arbetslösheten faller och inflationen är nära målet på 2 procent. Revideringarna sedan i oktober innebär högre BNP-tillväxt, högre resursutnyttjande, högre inflation och lägre arbetslöshet. Han ställer sig också bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent och den räntebana som redovisas i uppföljningen.

Resursutnyttjandet stiger nu snabbt och är högre än enligt den penningpolitiska rapporten i oktober. Det beror bland annat på den oväntat snabba BNP-tillväxten under tredje kvartalet. Flera mått på resursutnyttjande, exempelvis den så kallade RU-indikatorn,¹ kapacitetsutnyttjandet och bristen på arbetskraft, är nu i stort sett uppe på normala nivåer. Öbergs egen bedömning är att även BNP-gapet nu är slutet.

Inflationen har stigit de senaste månaderna. I november var den knappt 2 procent mätt med både KPI och KPIF. Inflationsförväntningarna har också stigit. De ligger nu enligt Prospera på omkring 2 procent. Enligt prognoserna i utkastet till penningpolitisk uppföljning sjunker inflationen något det närmaste året för att sedan stiga upp mot 2 procent igen. Men det höga resursutnyttjandet innebär att det finns en risk för att inflationen om ett par år kommer att visa sig bli högre än prognostiserat.

Med en BNP-tillväxt på över 5 procent, ett resursutnyttjande som är i stort sett normalt och en inflation och inflationsförväntningar på cirka 2 procent känns det inte helt komfortabelt med en reporänta på 1,25 procent. En traditionell Taylorregel skulle i dagsläget resultera i en reporänta på 3 – 4 procent. Öberg befarar att man missar något väsentligt om man efter den djupaste lågkonjunkturen sedan början av 1990-talet omedelbart försöker få upp den underliggande inflationen till 2 procent. Det kan få ta lite längre tid i ett sådant läge. Och det ligger också inom ramen för de principer för penningpolitiken som redovisas i den gröna skriften.²

¹ Se C. Nyman, "En indikator på resursutnyttjandet", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, 2010, Sveriges riksbank.

² Sveriges riksbank, *Penningpolitiken i Sverige*, 2010.

Öberg tror också att det uppstår problem i ekonomin på andra håll om man har en mycket låg ränta under en lång period. Det påverkar kreditexpansion och tillgångspriser, och kan leda till felinvesteringar och tillgångsprisbubblor, som när de spricker orsakar stora problem i den reala ekonomin.

Han förväntar sig därför att reporäntan kommer att höjas med 0,25 procentenheter även vid de kommande två penningpolitiska mötena, vilket är i linje med räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning och marknadens förväntningar.

Om återhämtningen i ekonomin fortsätter i enlighet med prognosen så är Öbergs bedömning att reporäntan behöver höjas också vid vart och ett av de återstående penningpolitiska mötena under 2011. Det skulle innebära en något brantare bana uppåt under andra halvåret 2011 än den redovisade räntebanan. Men med hänsyn till osäkerheten om ränteutvecklingen på längre sikt så vill han inte reservera sig mot räntebanan utan nöjer sig med denna markering. Om däremot återhämtningen i USA kommer av sig eller om de statsfinansiella problemen i Europa resulterar i förnyad oro på de finansiella marknaderna så kan räntan behöva höjas i långsammare takt. Osäkerheten när det gäller reporäntan om tre år är mycket stor.

Öberg erinrade om att när Riksbanken sänkte reporäntan med 4,5 procentenheter så tog det bara nio månader. Om man höjer räntan med 0,25 procentenheter vid varje penningpolitiskt möte så tar det tre år att komma upp till samma räntenivå som innan krisen bröt ut. Det kan hända mycket under tre år som ger anledning att ändra bedömningarna och det kan inte uteslutas att räntan kommer att behöva höjas snabbare än så.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påpekade att Riksbankens tidigare budskap att svensk ekonomi går starkt har fått än större tyngd av tillväxtsiffrorna för tredje kvartalet som blev betydligt starkare än väntat och ett batteri av olika indikatorer som signalerar god tillväxt även framöver. Det blir en rejäl uppjustering av tillväxten i år och det beror alltså på det som redan inträffat plus en liten uppjustering av fjärde kvartalet. Den starka avslutningen på året slår in på tillväxten för helåret 2011 trots att förloppet under året till och med skruvats ner en aning jämfört med i oktober.

Riksbanken har under en ganska lång period har överraskats av styrkan i den ekonomiska återhämtningen och som påpekas i utkastet till penningpolitisk uppföljning är produktionsvolymen nu ungefär tillbaka på förkrisnivå. Det är ungefär ett år tidigare än enligt de bedömningar som gjordes förra hösten. Även utvecklingen på arbetsmarknaden har överraskat positivt. I december förra året såg det ut som om sysselsättningen i år skulle falla med mer än två procent medan den glädjande nog nu istället ser ut att öka med en procent. Det är en utveckling som gått snabbare än vad historiska samband mellan BNP och sysselsättning ger vid handen.

Framåt innebär prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning ett ganska försiktigt tillväxtförlopp. Det kan finnas goda skäl till det efter den mycket starka och snabba tillväxtrekyl som vi upplevt. Företagens lager har till exempel byggts upp på grund av en positiv produktionsutveckling. Det ger ett starkt bidrag till tillväxten detta år men är

ingenting som upprepas. Och även om vår exportmarknad växer starkt så innebär prognosen ändå att ökningstakten dämpas jämfört med i år.

Jämförelsen mellan Riksbankens prognos för ett år sedan och vad som utspelat sig sedan dess syftade till att illustrera hur snabbt ett konjunkturförlopp kan ta andra vägar än man förutser. Styrkan i uppgången har överraskat flera gånger och det kan hända igen. Kanske innebär prognosen en alltför snabb nedväxling i BNP? Wickman-Parak ansåg att det kan bara framtiden utvisa och att hon själv inte har någon bättre prognos att erbjuda.

Det underliggande inflationstrycket är nu lågt och det är normalt när man kommer ur en djup svacka med lågt resursutnyttjande. Men penningpolitiken ska vara framåtblickande och prognoserna i utkastet till penningpolitisk uppföljning pekar mot att den underliggande inflationen når målet i slutet av prognosperioden samtidigt som resursutnyttjandet, enligt de olika mått som brukar användas, når ungefär normal nivå. För att nå denna balanserade utveckling behöver räntan höjas. Annars riskerar man att resursutnyttjandet fortsätter uppåt i en takt som kan initiera ett ökat kostnadstryck. Wickman-Parak sa att hon ställer sig bakom en räntehöjning vid dagens möte och också det förslag till räntebana som presenterats.

Wickman-Parak upprepade vad hon vid tidigare tillfällen sagt om att hon ser risker på arbetsmarknaden som man bör vara uppmärksam på. Dessa risker stärker henne i hennes uppfattning om att räntan nu bör fortsätta höjas. Räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning är enligt henne förenlig med en balanserad utveckling och minskar riskerna för att man tvingas agera reaktivt med mer drastiska höjningar längre fram.

Wickman-Parak påpekade att hon är väl medveten om att det också finns risker på nedsidan eftersom utvecklingen i vår omvärld kan ta en annan vändning än den som ligger i prognosen. Skulle det bli så får man givetvis ompröva räntebanan.

Wickman-Parak avslutade sitt inlägg med några ord om hushållens upplåning och huspriser men ville först klargöra att alldeles oavsett dessa variabler så är hennes bedömning att prognoserna för resursutnyttjande och inflation talar för den föreslagna räntepolitiken. Ändå är det tillfredsställande att räntehöjningarna kan bidra till en lugnare utveckling i hushållen upplåning. Det kan göra att man slipper problem bortom prognoshorizonten. Wickman-Parak betonade sin flera gånger tidigare uttalade ståndpunkt att man i de penningpolitiska avvägningarna bör ta denna typ av hänsyn. Ibland kan det till och med hända att det motiverar att räntan höjs lite tidigare än annars hade varit fallet.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** konstaterade att utvecklingen i Sverige ser ännu starkare ut än den gjorde vid det penningpolitiska mötet i oktober och att återhämtningen i svensk ekonomi onekligen går snabbt just nu. En fråga som är viktig att ta ställning till men som är svår att besvara är hur stort resursutnyttjandet egentligen är. Ligger vi nu ganska nära ett normalt resursutnyttjande och riskerar vi därmed att få en överhettning i ekonomin om inte penningpolitiken stramas åt?

Betraktar man inflationen så ligger den just nu nära målet på 2 procent, men som framgår av utkastet till penningpolitisk uppföljning är det i stor utsträckning tillfälliga faktorer som höjda livsmedels- och energipriser som håller uppe inflationen och den förväntas falla tillbaka i takt med att dessa faktorer inverkan klingar av. Det underliggande inflationstrycket är därmed av allt att döma lågt, vilket talar för att vi fortfarande har ett relativt lågt resursutnyttjande. Detta stöds också av arbetslöshetssiffran, som fortfarande är relativt hög. Bilden att det fortfarande finns gott om ledig arbetskraft stöds av att den senaste tidens höga tillväxt i stor utsträckning beror på produktivitetstillväxt snarare än sysselsättningstillväxt.

Det fortsatt låga resursutnyttjandet och det låga underliggande inflationstrycket innebär att Ekholm inte ser något starkt skäl att ändra den bedömning som hon gjorde vid mötet i oktober. Den gången röstade hon för en oförändrad reporänta på 0,75 procent, men i ljuset av den fortsatta återhämtningen i svensk ekonomi anser hon att den nuvarande nivån på 1 procent är väl motiverad. Däremot kommer hon inte att ställa sig bakom en höjning till 1,25 procent och hon anser fortfarande att en flackare reporäntebana är att föredra.

Liksom vid det förra mötet befarar Ekholm att den föreslagna reporäntebanan innebär en mer åtstramande penningpolitik än vad som antagits i prognosen. Om marknadsaktörerna förväntar sig att styrräntorna i omvärlden blir lägre än vad som antagits i prognosen, vilket de tycks göra, samtidigt som de tror att den svenska reporäntan stiger på det sätt som antas i den föreslagna räntebanan så kommer ränteskillnaderna mellan Sverige och omvärlden att bli större än i prognosen. Allt annat lika skulle detta innebära en större appreciering av kronkursen än i prognosen, vilket i sin tur skulle innebära en starkare nedpressande effekt på inflationen och en dämpande effekt på tillväxt och sysselsättning.

Enligt Ekholm kan man se det som att prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning bygger på bedömningen att marknadsförväntningarna när det gäller utlandets styrräntor kommer att skifta upp i takt med att de skiftar upp för den svenska reporäntan. Och i viss mån är det vad som hänt sedan det förra beslutsmötet: de penningpolitiska förväntningarna i Sverige har skiftat upp något samtidigt som de har skiftat upp i länder som USA och Storbritannien. I euroområdet tycks de å andra sidan om något ha skiftat nedåt. Under alla omständigheter så handlar det om ganska modesta skift. För att marknadsprissättningen ska avspegla den räntebana som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning skulle det behöva ske ganska stora skift. Det skulle krävas större skift än vad som i dagsläget verkar vara realistiskt att förvänta sig.

Ekholm ville återigen 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 stora bytesbalansöverskott som vi har haft under lång tid så anser hon att det är välmotiverat med en förstärkning av den reala kronkursen. Hon ville också betona att hon ser framför sig en stigande reporänta framöver. En stigande ränta behövs för att åstadkomma en balanserad utveckling i den svenska ekonomin. Hon menade att skillnaden mellan hennes ställningstagande och den reporäntebana som återges i utkastet till penningpolitisk uppföljning förklaras av att hon lägger relativt stor vikt vid

behovet av att anpassa svensk penningpolitik till omvärldens. Det gör hon utifrån uppfattningen att svensk ekonomi är starkt integrerad i världsekonomin och att det finns ganska stora risker med att avvika alltför mycket från den politik som bedrivs utanför Sverige.

Ekholm förordade att låta reporäntan vara oförändrad på 1 procent och en reporäntebana som hamnar på ca 2,7 procent i slutet av prognosperioden. Ståndpunkten motiveras huvudsakligen av att hon anser att den i utkastet till penningpolitisk uppföljning föreslagna reporäntebanan riskerar att bli alltför åtstramande genom en större förstärkning av kronkursen än vad som ligger i prognosen.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** sa att han, liksom Ekholm, föredrar att reporäntan lämnas oförändrad på 1 procent vid detta möte och föredrar en räntebana som sedan stiger i jämn takt och når en nivå på 2,7 procent vid prognosperiodens slut. Det beror på att han ser flera problem med den penningpolitik som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Ett första problem är att huvudscenariots räntebana innebär en avsedd penningpolitik som enligt Svensson inte är väl avvägd, även om alla antaganden och hela analysen i den penningpolitiska uppföljningen accepteras. Huvudscenariot innebär nämligen en KPIF-prognos under målet och en arbetslöshetsprognos högre än en normal nivå under i stort sett hela prognosperioden. Oförändrad ränta nu och sedan en lägre räntebana ger, allt annat lika, en bättre måluppfyllelse för inflation och arbetslöshet.

Annorlunda uttryckt uppfyller inte huvudscenariot Jan Qvigstads nödvändiga men inte tillräckliga villkor för en väl avvägd penningpolitik.³ Tillämpat på inflation och arbetslöshet innebär detta villkor att inflationsgapet (skillnaden mellan inflationen och målet) och arbetslöshetsgapet (skillnaden mellan arbetslösheten och dess normala nivå) ska ha samma tecken. Eftersom inflationsgapet är negativt och arbetslöshetsgapet är positivt för huvudscenariot uppfylls inte villkoret. Istället kan gapet för båda minskas med en annan räntebana. I nuvarande fall leder en lägre räntebana till att gapet för båda minskar och således till att måluppfyllelsen för båda ökar.

Ett andra problem har att göra med huruvida det är önskvärt att huvudscenariots räntebana blir trovärdig eller inte. Med "trovärdig" ("credible" i den internationella litteraturen) avses här att marknadsaktörernas förväntningar är förenliga med räntebanan och prisas in i marknadsräntorna. Enligt Svensson bör huvudscenariots räntebana alltid vara sådan att det är önskvärt att den blir trovärdig genast eller så snart som möjligt och således genast eller så snart som möjligt leder till motsvarande avkastningskurva för marknadsräntorna. Enligt den numera vedertagna synen i den internationella litteraturen är ju penningpolitikens transmissionsmekanism sådan att penningpolitiken påverkar inflation och realekonomi genom att påverka marknadsaktörernas förväntningar om framtida räntor och därmed den rådande avkastningskurvan. Det är ju den rådande avkastningskurvan som avgör avkastningen på sparande och kostnaden för att finansiera

³ J. Qvigstad, "When does an interest path look good? Criteria for an appropriate future interest rate path - A practitioners approach", *Staff Memo 2005/6*, Norges Bank.

investeringar, produktion och handel och därmed påverkar realekonomin. Syftet med penningpolitisk kommunikation i allmänhet och att publicera en räntebana i synnerhet är således att påverka förväntningarna så att den rådande avkastningskurvan blir förenlig med räntebanan. Det vill säga, så att den faktiska penningpolitiken (rådande avkastningskurva) blir lika med den avsedda penningpolitiken (den avkastningskurva som är förenlig med räntebanan). Det är också i linje med vad Irma Rosenberg sa i det tal i januari 2007 som annonserade att Riksbanken skulle börja publicera en egen räntebana: "det främsta skälet till att publicera en egen ränteprognois är att det underlättar för centralbanken att styra förväntningarna".⁴

Men om huvudscenariots räntebana skulle bli trovärdig skulle allt annat lika svenska långa räntor öka med ungefär 70 punkter för en 5-årsränta (nollkupongsränta). Detta kan man visa med samma diagram som Svensson visade vid det penningpolitiska mötet i oktober. Detta skulle innebära en betydande åtstramning av den faktiska penningpolitiken. Skillnaden mellan svenska och utländska (TCW-viktade) 5-årsräntor (nollkupongsräntor) skulle också allt annat lika öka med ungefär 70 punkter, från ungefär 60 punkter till ungefär 130 punkter. Detta skulle medföra en förstärkning av kronan som skulle medföra en ytterligare åtstramning utöver höjningen av långa räntor. Den sammantagna åtstramningen skulle leda till ännu lägre inflation och ännu högre arbetslöshet än i huvudscenariot.

Ett tredje problem är enligt Svensson att huvudscenariot bygger på en prognos för utländska styrräntor betydligt över nuvarande låga utländska terminräntor. Istället kan man som Svensson och Ekholm redan påpekat hävda att en bedömning av penningpolitiken i euroområdet, Storbritannien och USA utifrån signaler, uttalanden och övrig kommunikation från dessa centralbanker istället ger en prognos i linje med de utländska terminräntorna. Det är också rådande utländska långa marknadsräntor som påverkar rådande växelkurs.

Detta innebär att huvudscenariot enligt Svensson underskattar skillnaden mellan svenska och utländska räntor och den växelkursförstärkning som det allt annat lika medför. Med ett antagande om utländska styrräntor i linje med utländska terminräntor leder huvudscenariots räntebana till ännu lägre inflation och ännu högre arbetslöshet. Med ett så kallat fyrfältsdiagram liknande de som han visade vid det penningpolitiska mötet i oktober kan man enligt Svensson då visa att den räntebana som han och Ekholm förespråkar, det vill säga oförändrad ränta nu och sedan en jämn ökning till 2,7 procent vid prognosperiodens slut, leder till en högre inflation betydligt närmare målet och en betydligt lägre arbetslöshet. Arbetslösheten faller snabbare och når en nivå på ca 6 procent vid prognosperiodens slut. Att arbetslösheten faller snabbare minskar arbetslöshetstiderna och minskar risken för utslagning från arbetsmarknaden.

Svensson sammanfattade sitt ställningstagande med att han förordar en reporänta på 1 procent och en räntebana som sedan gradvis stiger mot 2,7 procent vid prognosperiodens slut. En sådan räntebana leder till en KPIF-inflation närmare målet och en arbetslöshet närmare en normal nivå. Räntebanan i utkastet till penningpolitisk

⁴ I. Rosenberg, "Penningpolitik med egen räntebana", tal den 8 juni 2007.

uppföljning innebär en mer åtstramande penningpolitik än vad som framgår av utkastet till penningpolitisk uppföljning. Den skulle leda till en större förstärkning av kronan än i uppföljningens prognos och högre långa räntor än i dagsläget. Detta skulle sänka inflationen och höja arbetslösheten. Att räntebanan väntas leda till en större förstärkning av kronkursen än i prognosen grundar Svensson på uppfattningen att utländska styrräntor kommer att stiga långsammare och att växelkursen påverkas av nuvarande låga utländska långa marknadsräntor.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** sa att han denna gång inte har mycket att lägga till analysen i den penningpolitiska uppföljningen och att han därför tänkte gå direkt på de penningpolitiska slutsatserna. Han delar synen att räntan bör höjas med en kvarts procentenhet vid dagens möte och att räntebanan bör ligga fast. Sverige har, inte helt oväntat som han ser det, fortsatt att växa aningen snabbare än i Riksbankens prognos. Produktionsgapet är på väg att slutas och det finns tendenser till arbetskraftsbrist i byggindustrin och i delar av tjänstesektorn. De förbättrade tillväxtutsikterna skulle i och för sig ha kunnat motivera en något snabbare återgång till ett normalt ränteläge, det vill säga en justering uppåt av räntebanan. Men den underliggande inflationen är fortfarande låg och arbetslösheten är högre än normalt. Och även om den reala osäkerheten i omvärlden minskat och diskussionen om en "double-dip" klingat av har den finansiella osäkerheten ökat, framför allt i Europa. Sammantaget förefaller det, enligt Nyberg, vara rimligt att låta räntebanan ligga där den ligger ännu en tid.

De penningpolitiska förväntningarna, som de kan utläsas i marknadspriserna, har stigit en aning sedan i oktober, men är fortfarande låga för löptider längre än ett år. Han delar synen i utkastet till penningpolitisk uppföljning att den längre delen av terminsräntekurvan för närvarande är artificiellt nedpressad av ett antal skäl som diskuterades vid det förra penningpolitiska mötet och att de förväntningar som framgår av olika enkäter bättre speglar en rimlig framtida utveckling av marknadsräntorna. Trovärdigheten i Riksbankens räntebana kan i dagsläget bedömas i relation till dessa förväntningar snarare än i relation till marknadens. Vilken information som terminsräntekurvorna för närvarande förmedlar när det gäller penningpolitiska förväntningar är något som nu livligt diskuteras i hela världen. Många analytiker, både på marknaden och i olika centralbanker, känner en tvekan inför att i dagsläget använda dem på traditionellt sätt när det gäller att mäta penningpolitiska förväntningar.

När det gäller kronkursen sa Nyberg att det finns bättre argument än på länge för att den ska stärkas. Sverige har goda statsfinanser, ett stabilt banksystem, ett fortsatt överskott i bytesbalansen och nu gradvis högre räntor än i omvärlden. Men erfarenheten visar att det är klokt att vara försiktig när det gäller prognoser för växelkursen. Ett överskott i bytesbalansen har Sverige haft i över ett decennium utan att kronan apprecierat. Om kronan skulle stiga i värde syns det emellertid omedelbart. Då går det att anpassa penningpolitiken och justera ned räntebanan om det bedöms som rimligt.

Bostadspriserna och hushållens upplåning har varit i fokus för mediaintresset under den senaste tiden. Det är bra, enligt Nyberg. Även om bostadspriserna i dagsläget kan förklaras av ökande realinkomster, låga räntor och begränsat byggande finns det all anledning att vara orolig för hushållens ökade skuldbörda, vilket också Riksbanken

påpekat under en längre tid. Om höjda räntor och Finansinspektionens lånetak kommer att dämpa tillväxten i hushållens upplåning återstår att se. Den utvecklingen måste följas noggrant. Men det är intressant och positivt att notera att de flesta som deltar i debatten nu förefaller att ha synen att reporäntan inte är det bästa instrumentet om man vill dämpa tillväxten i hushållens upplåning. Frivilliga amorteringskrav från bankerna eller ökade kapitaltäckningskrav för utlåning mot säkerhet i bostäder kan till exempel vara bättre åtgärder.

Nyberg menar att i den mån Riksbankens räntehöjningar kan bidra till att dämpa ökningstakten i hushållens upplåning är det i dagsläget en positiv bieffekt. Men även om riskerna för en snabb kredituppbbyggnad enligt honom alltid bör vägas in i räntebesluten har de räntehöjningar som gjorts sedan sommaren i första hand motiverats av traditionella penningpolitiska överväganden. Strävan att hålla inflationen kring 2 procent och samtidigt få ett balanserat resursutnyttjande räcker, som Nyberg ser det, givet den snabba utveckling vi sett i Sverige under 2010.

Riksbankschef **Stefan Ingves** uppgav att han delar synen på den ekonomiska utvecklingen i Sverige såsom den beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning och att han därför stödjer en höjning av räntan med 0,25 procentenheter samt en oförändrad räntebana.

De data som kommit in visar att tillväxten är högre och arbetslösheten är lägre än i tidigare prognoser, och att bytesbalansöverskottet kvarstår. BNP kommer inom kort att ha uppnått samma nivå som innan krisen och resursutnyttjandet normaliseras under prognosperioden. Barometerdata visar på fortsatt styrka i ekonomin. Inflationförväntningarna stiger även om inflationen enligt prognosen kommer att ligga ganska nära målet på två procent. Sammantaget innebär det enligt Ingves att det nu är lämpligt att höja räntan och att fortsätta med räntehöjningar längre fram.

Enligt Ingves behöver Sverige mindre expansiva monetära förhållanden. Det kan åstadkommas via två kanaler, via räntehöjningar och/eller via växelkursen. Växelkursbedömningar är genuint svåra och det är svårt att basera penningpolitiken på ett antagande om att den låga räntan i omvärlden kommer att bidra till en växelkursförstärkning. Diskussionen om valutakursens roll i penningpolitiken påminner om diskussionen om "monetary conditions index" på 1990-talet som inte ledde fram till några klara slutsatser utan tvärtom ledde till att sådana index övergavs.

Den räntebana som föreslås i den penningpolitiska uppföljningen är enligt Ingves en rimlig kompromiss. Genom att gradvis höja räntan blir penningpolitiken mindre expansiv. Skulle växelkursutvecklingen bli dramatiskt annorlunda än i prognosen så får man ta hänsyn till det när det väl hänt.

Hushållens skulder fortsätter att öka och det är för tidigt att bedöma vilken effekt Finansinspektionens lånetak kommer att få. För att undvika problem längre fram är det även mot den här bakgrunden lämpligt att höja räntan och indikera räntehöjningar i framtiden såsom räntebanan anger. Den penningpolitiska transmissionen verkar via förväntningar och räntebanan styr förväntningarna.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** kommenterade Svenssons inlägg om räntebanan. Den redovisade räntebanan innebär enligt Öberg inte att direktionens majoritet vare sig tror eller önskar att längre räntor över natten ska skifta till en annan nivå. Den innebär istället att längre räntor successivt kommer att anpassa sig till vad som impliceras av räntebanan. Den antagna räntebanan får därmed inte någon omedelbar och påtaglig effekt på växelkursen. Däremot är det rimligt att kronan fortsätter att förstärkas av andra skäl. Sverige har en starkare tillväxt än andra länder och mycket stora överskott i bytesbalansen. Det är två faktorer som brukar leda till en förstärkning av valutan.

Öberg hade också synpunkter på Svenssons bruk av begreppet " trovärdig räntebana ". Det har enligt Öberg inte sedan Riksbanken införde räntebanan i februari 2007 varit avsikten att räntebanan ska tolkas på så sätt att de längre räntorna över natten antas ändras till den nivå som är förenlig med räntebanan. Riksbanken beslutar bara om den korta räntan och har begränsade möjligheter att momentant styra de längre räntorna. Däremot är det rimligt att Riksbanken genom räntebanan redovisar vilka antaganden om reporäntans utveckling som prognoserna baseras på. Genom att redovisa räntebanan kan man också ange vad man bedömer är en rimlig utveckling av reporäntan. Detta är också förenligt med Irma Rosenbergs uttalande att syftet med den egna räntebanan är att påverka de framtida räntorna.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde sitt svar till Öberg med att konstatera att enligt den internationella litteraturen på området är räntebanan trovärdig när marknadsaktörernas förväntningar är förenliga med räntebanan och prisas in i marknadsräntorna. Som Svensson visat i ett par uppsatser som publicerats i Riksbankens kvartalstidskrift *Penning- och valutapolitik* så har räntebanan i stort sett haft god trovärdighet fram till och med februari 2009.⁵ Ofta har marknaden förutsett räntebanan tämligen väl, i meningen att terminsräntorna dagen innan publiceringen av räntebanan legat ganska nära räntebanan. När räntebanan publicerats har terminsräntorna ofta skiftat närmare räntebanan. I några fall är överensstämmelsen mellan terminsräntor och räntebana perfekt. Från april 2009 låg terminsräntorna över räntebanan, vilket innebär att den faktiska penningpolitiken var stramare än den avsedda. Detta var ett problem eftersom krisen motiverade en så expansiv penningpolitik som möjligt. Så småningom lyckades Riksbanken pressa ner terminsräntorna, bland annat med hjälp av fasträntelånen på längre löptid. Från februari 2010 började en motsatt situation uppstå, med terminsräntor som var lägre än räntebanan. Detta tycker Svensson i och för sig har varit bra, eftersom det bidragit till att återhämtningen gått snabbare. Sammantaget har räntebanan haft förhållandevis god trovärdighet fram till och med februari 2009, medan den haft sämre trovärdighet efter detta datum. Svensson hoppas att trovärdigheten blir bättre när situationen är normal igen.

Enligt Svensson är synen på transmissionsmekanismen som nu allmänt omfattas i den internationella litteraturen på området att den huvudsakligen består i att centralbanken

⁵ Se L. E.O. Svensson, "Transparens med en flexibel inflationsmålspolitik: Erfarenheter och utmaningar", *Penning- och valutapolitik*, 2009:1, Sveriges riksbank och L. E. O. Svensson, "Förväntningar om och utvärderingar av penningpolitiken: Vilken roll spelar öppenhet och kommunikation?", *Penning- och valutapolitik*, 2010:1, Sveriges riksbank.

påverkar förväntningar om framtida räntor och därmed avkastningskurvan. Bakom detta ligger uppfattningen att vad den korta räntan blir under de närmaste två-tre månaderna har mycket liten inverkan på ekonomin medan det är marknadsräntor på längre löptider och förväntningar på korta räntor under motsvarande längre tid som huvudsakligen påverkar ekonomiska beslut och därmed ekonomin. Vad det handlar om är huruvida det är önskvärt att den faktiska penningpolitiken, representerad av den faktiska avkastningskurvan, blir lika med den avsedda penningpolitiken, representerad av räntebanan och den avkastningskurva som är förenlig med räntebanan. Att det är önskvärt att den faktiska penningpolitiken så snart som möjligt överensstämmer med den avsedda penningpolitiken borde enligt Svensson inte vara så kontroversiellt. Huvudscenariots prognoser för inflation och realekonomi är enligt Svensson betingade på att reporäntebanan är trovärdig, det vill säga att marknadsaktörerna tror på räntebanan i meningen att deras förväntningar om framtida styrräntor är i linje med räntebanan.

Svensson kommenterade vidare Nybergs diskussion av huruvida enkäter eller terminsräntor är bättre indikatorer på marknadens ränteförväntningar. Svensson fäster större vikt vid den som handlar på marknaden och sätter pengar bakom sina förväntningar än den som bara svarar på enkäter. Det finns välkända problem med enkäter och anledning till att vara skeptisk mot dessa. Det är till exempel inte klart att de som svarar har incitament till att svara rätt eller att den som svarar anger ett väntevärde och inte det mest troliga utfallet, typvärdet, som ju skiljer sig från väntevärdet vid asymmetriska fördelningar.

Svensson noterade att det i detta sammanhang har varit en hel del diskussion om löptidspremierna, det vill säga skillnaden mellan terminsräntor och förväntade framtida korta räntor.⁶ Löptidspremien är en riskpremie, och som alla riskpremier beror den bland annat på riskaversionen hos investerare och den osäkerhet som investerare upplever. Löptidspremierna för längre löptider kan vara större än vanligt på grund av ökad riskaversion efter krisen och större osäkerhet i största allmänhet i nuvarande ekonomiska läge. Stora obligationsköp (kvantitativa lättnader, QE) i USA och Storbritannien verkar i motsatt riktning och kan via den så kallade portföljbalanseffekten leda till att löptidspremierna är mindre än vanligt i dessa länder. Nettoresultatet kan vara tämligen små förändringar i förhållande till normala premier. Eftersom ECB:s obligationsköp varit små i jämförelse med de i USA och Storbritannien behöver inte löptidspremierna av denna anledning ha minskat för obligationer i euroområdet. Spridningseffekter av QE i USA och Storbritannien till löptidspremier för andra tillgångar beror på graden av substituerbarhet mellan tillgångarna. Statspapper i olika valutor är rimligen mindre goda substitut, varför spridningseffekten på tillgångar denominerade i andra valutor förmodligen är begränsad. Stora positiva löptidspremier medför att ojusterade terminsräntor överskattar marknadsförväntningarna om framtida räntor, medan stora negativa premier medför att ojusterade terminsräntor underskattar marknadsförväntningarna. Sammantaget och i frånvaro av en närmare analys anser Svensson att det än så länge knappast finns anledning att tro att terminspremierna skulle blivit så små eller till och med så negativa att inte implicita terminsräntor med normal

⁶ Löptidspremien är den förväntade avkastningen av ett terminskontrakt med given terminsränta som finansieras med upplåning till en framtida osäker ränta.

justering för löptidspremier fortfarande skulle kunna ge en någorlunda god bild av marknadsförväntningarna.

Det är viktigt att komma ihåg att effekten på växelkursen av skillnaden mellan marknadsräntorna i Sverige och utlandet är oberoende av om löptidspremierna är små eller stora.

Svensson diskuterade sedan vad som är bra mått på resursutnyttjandet. Enligt honom är mått som produktions- och timgap problematiska på grund av svårigheterna att skatta potentiell produktion och potentiella timmar, i synnerhet under rådande onormala förhållanden. Som illustrerande exempel kan man ta följande resonemang. Svensk BNP föll nästan 8 procent från toppnivån fjärde kvartalet 2007. Nu har BNP i stort sett hämtat igen detta fall och således hämtat igen dessa 8 procent. Om krisen inte hade hänt och om exportefterfrågan inte rasat kanske BNP fortsatt att växa med 2 procent per år från fjärde kvartalet 2007. I så fall skulle den vara 6 procent högre än nu. Eftersom Sverige utsatts för en ren efterfrågechock och inte har några strukturella problem eller problem med finanssektorn kan det kanske inte uteslutas att produktionskapaciteten fortsatt att växa enligt en trend med 2 procent per år från fjärde kvartalet 2007. I så fall är produktionsgapet nu minus 6 procent, ett mycket större negativt gap än vad andra mått indikerar.

Mot bakgrund av problemen med mått som produktions- och timgap anser han att arbetslöshetsgapet har stora fördelar. Arbetslösheten mäts ofta och tämligen noga och revideras inte. Problemet är hur den normala nivån, jämviktsarbetslösheten, ska bestämmas. Svensson har preliminärt bedömt den till 5,5 procent efter att ha läst några uppsatser i ämnet och diskuterat med några specialister på arbetsmarknadsekonomi. I protokollet från det penningpolitiska mötet i oktober har han en mer utförlig diskussion av hur man kan komma fram till just 5,5 procent. Kommer det nya bättre skattningar är han beredd att revidera nivån. En stor fördel med arbetslöshetsgapet är att man kan ha en öppen debatt om jämviktsarbetslösheten inom Riksbanken och med ekonomer utanför banken. Var och en kan göra sin bedömning. Det är också lätt att göra känslighetskalkyler, till exempel genom att anta att jämviktsarbetslösheten är 6 eller 6,5 procent istället för 5,5 procent. Enligt Svensson gäller hans och Ekholms slutsats att deras lägre reporäntebana ger ett bättre utfall också för dessa högre nivåer på jämviktsarbetslösheten. Sammantaget ser han således arbetslöshetsgapet som en mer robust och tillförlitlig och mindre manipulerbar indikator på resursutnyttjandet än andra mått.

När det gäller frågan om penningpolitiken, bostadspriser och hushållens skuldsättning, så är Svenssons uppfattning att mandatet för penningpolitiken från Riksbankslagen och förarbetena inte ger utrymme för att försöka påverka bostadspriser eller hushållens skuldsättning på bekostnad av måluppfyllelsen för inflation och resursutnyttjande. Som han ser det bör direktionen ta hänsyn till bostadspriser, skuldsättning och liknande variabler bara i den utsträckning de kan påvisas påverka prognosen för inflation och resursutnyttjande på kortare eller längre horisont.

Om bostadspriser och skuldsättning skulle bedömas innebära problem finns det dessutom enligt Svensson effektiva instrument (belåningsgradsrestriktioner, amorteringskrav, specifika skatter och så vidare) som har större effekt på bostadspriser

och skuldsättning än styrräntan utan att ha negativa effekter på inflation och resursutnyttjande. Enligt Svensson visar den forskning som finns att styrräntan har små effekter på bostadspriser men betydande effekter på inflation och resursutnyttjande.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** hänvisade till Svenssons tidigare inlägg och sa att inte hon heller menar att det ska vara ett separat mål för penningpolitiken att begränsa tillväxten i huspriser och hushållens skulder. Enligt henne borde det vid det här laget vara helt klart. Det framgår också tydligt om man läser vad hon och andra i direktionen sagt vid olika tillfällen. Av protokollen från tidigare penningpolitiska möten framgår till exempel att hon framhållit att hushållens upplåning ökade i en takt som inte var långsiktigt hållbar. Förr eller senare skulle en korrigerande åtgärd kunna komma och det skulle kunna innebära att hushållen snabbt började dra ner sin skuldsättning med konsekvenser för konsumtionen. En sådan situation, som kan inträffa efter att nuvarande prognoshorisont är till ända, skulle förvåras om huspriserna samtidigt föll. Att det är svårt att med räntepolitiken få bukt med en sådan situation är tydligt illustrerat av det amerikanska fallet.

Wickman-Parak kommenterade sedan terminsräntorna som mått på penningpolitiska förväntningar. Hon sa att direktionen under beredningen av dagens beslut diskuterat marknadsprissättningen och de problem som finns att utifrån den dra säkra slutsatser om de penningpolitiska förväntningarna både för omvärlden och för Sverige. Det finns också omnämnt i den penningpolitiska uppföljningen. Hon är inte säker på hur marknadsprissättningen ska tolkas på denna punkt. Genom att titta bakåt kan man konstatera att marknadsprissättningen inte haft något bra prediktionsvärde när det gäller den framtida reporäntan, speciellt inte på längre sikt. Det speglas i de stora osäkerhetsintervallen runt reporäntebanan som är baserade på historiska "prognosfel" i terminsräntorna.

När det gäller räntebanans trovärdighet instämde hon i vad Nyberg sagt och noterade att många analytiker och bedömare har ungefär samma syn som direktionens majoritet. Hon sa också att om man ska diskutera Riksbankens trovärdighet handlar den, som hon ser det, i grunden om trovärdigheten för inflationsmålet. Så länge inflationsförväntningarna är förankrade kring målet är penningpolitiken trovärdig och det är det som är det väsentliga.

Wickman-Parak noterade att Svensson nu har ändrat syn på hur man ska mäta resursutnyttjandet. Hon och många med henne har varit skeptiska till ensidig användning av timgap och produktionsgap. På samma sätt är hon skeptisk till att nu använda sig av ett arbetslöshetsgap med utgångspunkten att jämviktsarbetslösheten är 5,5 procent. Det är för henne ett alltför osäkert och ensidigt mått att förlita sig på vid beslut om räntan. Riksbanken behöver även framöver använda flera olika mått för att få vägledning om resursutnyttjandet.

När det gäller att KPIF-inflationen enligt prognosen i den penningpolitiska uppföljningen kommer att ligga under målet under prognosperioden, menade Wickman-Parak att avvikelsen kan accepteras. Svensk ekonomi kommer från en period med mycket lågt resursutnyttjande. Huvudsaken är att inflationen återvänder till målet inom en rimlig tidshorisont.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade Nybergs och Ingves inlägg om växelkursen. Det är väl känt att det är svårt, för att inte säga omöjligt på kort sikt, att prognostisera växelkursens utveckling. Det finns en omfattande forskningslitteratur där man försöker förklara växelkursens utveckling och i denna finner man att förändringar i ränteskillnader inte har så stort förklaringsvärde. Man kan utifrån det fråga sig om det är motiverat att oroa sig över hur penningpolitiken påverkar den svenska kronkursen. Det är dock svårt att tro något annat än att ökade ränteskillnader gentemot omvärlden, allt annat lika, har en apprecierande effekt på växelkursen. Sedan sker det hela tiden mycket annat som påverkar växelkursen och som är svårt att förutsäga.

Det finns ett flertal faktorer som talar för en real appreciering av kronan på sikt. Det är visserligen inte första gången denna typ av bedömning av den reala kronkursen görs på Riksbanken, samtidigt som det sedan har visat sig att kronan i reala termer har försvagats eller blivit oförändrad. Men de faktorer som talar för en real appreciering är att tillväxten är betydligt högre i Sverige än i många andra länder, att inflationen i Sverige i relativa termer trots allt är rätt så hög, att Sverige har ett mycket stort bytesbalansöverskott och sunda statsfinanser, och att bankerna framstår som relativt välkapitaliserade.

För den nominella kronkursen innebär detta att det finns ett slags underliggande apprecieringstryck. Ekholm är orolig för att en förstärkning av den nominella kronkursen går så snabbt och blir så stor att inflationen hamnar väsentligt under målet.

När det gäller Nybergs och Ingves uppfattning att det är lätt att ändra penningpolitikens inriktning om man ser att kronan utvecklas på ett sätt som gör att det blir svårt att uppnå en balanserad utveckling i ekonomin så menade Ekholm att det är något som man kan säga om fler variabler i en prognos. Hon ville dock klargöra att hennes ställningstagande ytterst bottnar i att hon gör en annan bedömning av utvecklingen av de utländska styrräntorna än i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Med hennes bedömning av utvecklingen av de utländska styrräntorna så skulle den föreslagna reporäntebanan leda till ett klart sämre utfall för den svenska ekonomin än vad som ligger i den föreslagna prognosen. Det är inte så att hon förespråkar en lägre reporäntebana för att uppnå en annan utveckling för svensk inflation och BNP än i prognosen, utan hon förespråkar en lägre reporäntebana för att uppnå ungefär den utveckling av svensk ekonomi som beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** sa apropå Wickman-Paraks kommentar till hans syn på resursutnyttjandemått att det är riktigt att han tidigare framhållit produktionsgap och timgap som lämpliga sådana. Dock har han så småningom bättre förstått svårigheterna förknippade med att bestämma potentiell produktion och potentiella arbetade timmar. Därför har han så småningom börjat betrakta dessa mått som något mindre tillförlitliga och mycket känsliga för olika antaganden som kan vara ganska godtyckliga. Särskilt gäller detta i nuvarande onormala tider. Det blir mycket svårt att kontrollera precis hur potentiell produktion och potentiella arbetade timmar beräknats, och det blir svårt att göra känslighetskalkyler. Arbetslöshetsgapet har som han tidigare nämnde i jämförelse flera fördelar.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sa att direktionen i olika sammanhang har talat om att man inte kan bortse från kredittillväxten. Den är svår att ta hänsyn till i standardmodeller men

är ändå mycket viktig. Även om den är svår att modellera så har han inga problem med att ta hänsyn till kredittillväxten i sina penningpolitiska ställningstaganden.

Ingves kommenterade vidare marknadsräntornas bristande anpassning till reporäntebanan. Riksbanken har i likhet med andra centralbanker valt att hålla sig till operationer som påverkar den korta änden av avkastningskurvan. Enligt Ingves är det orimligt att vänta sig en omedelbar anpassning av marknadsräntorna såvida Riksbanken inte börjar köpa och sälja räntebärande instrument med längre löptider.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** sa att han ser penningpolitiken på precis samma sätt som Ingves. Sedan tog han upp ytterligare en fråga där han inte är överens med Svensson, nämligen användningen av uttrycket "faktisk penningpolitik". Faktisk penningpolitik är inte lika med terminsräntekurvan. Den påverkas av mycket annat som portföljförändringar och terminspremier. Faktisk penningpolitik är Riksbankens beslut om reporäntan, den redovisade räntebanan, eventuell utlåning till banker med mera.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, konstaterade sammanfattningsvis att det verkar finnas en majoritet för att höja räntan vid dagens penningpolitiska möte samt att räntehöjningarna framöver bör fortsätta i ungefär den takt som bedömdes rimlig redan i oktober. Bland de ledamöter som idag förordar en höjning och fortsatta räntehöjningar i enlighet med den prognos som finns i den penningpolitiska uppföljningen finns dock ett antal nyanser som kan vara värda att lyfta fram. Några har betonat risker på uppåtsidan. Svensk ekonomi kan komma att växa ännu snabbare än prognostiserat. Det finns tecken på brist på arbetskraft i vissa sektorer och indikatorerna pekar överlag på en stark utveckling framöver. Å andra sidan har flera nämnt riskerna förknippade med den statsfinansiella utvecklingen i Europa och även om den amerikanska ekonomin visar styrketecken så går det trögt på både bostads- och arbetsmarknaden. Men det handlar om nyanser och i stort har direktionen en gemensam syn på hur penningpolitiken ska bedrivas framöver. Två av ledamöterna önskar idag en oförändrad ränta och en räntebana som därefter höjs i långsammare tempo med motiveringen att det ger en bättre målpuppfyllelse både för inflation och resursutnyttjande.

Ingves sa att direktionen i övrigt hade reflekterat kring frågor som rör förutsättningarna för hur man bedriver penningpolitik i en liten öppen ekonomi där den långtgående integrationen med omvärlden omfattar såväl reala kopplingar via handel som finansiella kopplingar via räntor och växelkurser. Ledamöterna kommer till olika slutsatser. En fråga rör vilka penningpolitiska förväntningar som kan utläsas ur räntor i Sverige och utomlands. Några ledamöter menar att det förväntas lägre räntor i omvärlden än vad som är förutsatt i den penningpolitiska uppföljningen. Dessa ledamöter befarar att en högre reporänta i Sverige kommer att stärka kronkursen mer än i prognosen och därför ge en svagare utveckling i realekonomin och lägre inflation. Därutöver har direktionen även denna gång diskuterat vilken roll huspriserna och hushållens skuldsättning ska spela i formuleringen av penningpolitiken. Precis som tidigare kan konstateras att detta är en fråga där olika ledamöter har olika åsikter.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen onsdagen den 15 december 2010 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 22 december 2010,
- att onsdagen den 15 december 2010 kl 9:30 offentliggöra beslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 3 januari 2011 kl 9:30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm och vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet att höja räntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent och mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. De förordade en reporänta på 1,0 procent och en reporäntebana som sedan gradvis stiger mot 2,7 procent vid prognosperiodens slut. De ansåg att den föreslagna räntebanan innebär en mer åtstramande penningpolitik än vad som framgår av den penningpolitiska uppföljningen. Den skulle leda till en större förstärkning av kronan än i uppföljningens prognos och betydligt högre långa räntor än i dagsläget. Detta skulle sänka inflationen och höja arbetslösheten. Att räntebanan 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