



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2011-02-14

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
Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Heidi Elmér
Eric Frieberg
Mia Holmfeldt (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Johanna Jeansson
Jesper Johansson
Pia Kronestedt-Metz (§ 1)
Tomas Lundberg
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Cecilia Roos-Isaksson
Lena Strömberg (§ 1)
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti

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

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Lena Strömberg från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten med fokus på den statsfinansiella oron i Europa. Ränteskillnaden för tioåriga statsobligationer (gentemot

Tyskland) i statsfinansiellt svagare länder har minskat sedan årsskiftet. Eftersom detta framför allt beror på stigande tyska obligationsräntor är räntenivåerna fortfarande nära fjolårets toppnoteringar för till exempel Irland, Portugal och Spanien. Det innebär fortsatt höga refinansieringskostnader för dessa länder. Bankerna där har fortfarande begränsad tillgång till kapitalmarknaden och i Spanien har endast de större bankerna haft direkt tillgång till kapital från de finansiella marknaderna hittills i år. När det gäller svenska banker har de i dagsläget tillgång till såväl kort- som långfristig finansiering.

Pia Kronestedt Metz från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna. De penningpolitiska förväntningarna i termer av terminspris-sättningen har skiftat upp sedan det penningpolitiska mötet i december och skiljer sig inte längre lika mycket från Riksbankens reporäntebana. Även de penningpolitiska förväntningarna enligt enkäter och marknadsbrev har skiftat upp och ligger i dagsläget i genomsnitt något över förslaget till reporäntebana i utkastet till penningpolitisk rapport. En höjning vid dagens möte tycks vara allmänt förväntad hos marknadsaktörerna där flera också väntar sig en uppjustering av reporäntebanan från den penningpolitiska uppföljningen i december. De penningpolitiska förväntningarna har även stigit i USA, euroområdet och Storbritannien mot bakgrund av högre inflationsutfall och bättre inkommande makrodata. Detta har också bidragit till att statsobligationsräntorna stigit i USA, euroområdet, Storbritannien och Sverige jämfört med det penningpolitiska mötet i december. Den svenska kronan ligger kvar på den starkare nivå som gällde i början av februari och framöver räknar flera marknadsaktörer med en fortsatt kronförstärkning, framför allt mot dollarn.

Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport 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 2, 3 och 7 februari. Sedan dess har det kommit ny statistik för industriproduktion och orderingång i Sverige. Denna och annan statistik innebär att tillväxten under slutet av 2010 bedöms ha varit marginellt svagare än tidigare beräknat.

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har inkommen arbetsmarknadsstatistik inneburit en något lägre arbetslöshet under det fjärde kvartalet än förväntat. Priserna på livsmedel, energi och övriga råvaror har fortsatt att stiga och det reflekteras i viss mån i högre inflationsförväntningar på ett till två års sikt. En starkare krona har emellertid begränsat inflationseffekterna av uppgången i dollar-denominerade råvarupriser. I december var inflationen 0,1 procentenheter högre än förväntat till följd av oväntat höga energipriser.

Återhämtningen i omvärlden fortsätter även om det finns kvarstående risker i såväl USA som euroområdet. Utfall och indikatorer i Sverige är fortfarande starka men tillväxten i svensk BNP går nu in i en lugnare fas. Resursutnyttjandet normaliseras under prognosperioden. KPI-inflationen sjunker under 2 procent där den väntas ligga fram till mitten av 2013 på grund av en stark krona, ett lågt inhemskt kostnadstryck och att effekterna av energiprisuppgången faller ur. Därefter förväntas den uppgå till omkring 2 procent. KPI-inflationen, som också påverkas av Riksbankens räntehöjningar, stiger successivt och uppgår till drygt 2,5 procent i början av 2014. Reporäntan höjs enligt prognosen successivt till drygt 3,6 procent i början av 2014.

Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december förväntas en något starkare arbetsmarknadsutveckling i Sverige. I omvärlden medför stigande råvarupriser högre inflation och högre styrräntor. Råvaruprisuppgångarna förväntas ge en högre inflation än i föregående prognos även i Sverige, främst under det närmaste året men vissa effekter dröjer sig kvar. Reporäntan förväntas höjas i något snabbare takt och jämfört med i den penningpolitiska uppföljningen i december ligger prognosen för reporäntan nu 0,2 procentenheter högre i slutet av 2012 och 0,1 procentenhet högre i slutet av prognosperioden.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att ställa sig bakom prognoserna för den internationella utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport. Han fortsatte med att säga att bilden från december i stort sett står sig. BNP-tillväxten och inflationen beräknas nu bli lite högre och räntorna har stigit. Men tillväxten är fortfarande måttlig, kärninflationen låg och arbetslösheten hög i de utvecklade länderna, medan tillväxten är hög och inflationen stiger i tillväxtekonomierna. Och det finns fortfarande en risk att den reala utvecklingen blir sämre.

Öberg ville ta upp frågan om de snabbt stigande energi- och råvarupriserna. Han menade att utvecklingen nu påminner om utvecklingen före krisen när priserna på råolja, livsmedel och andra råvaror steg kraftigt och drev upp inflationen i världen. Priserna på energi och råvaror har även nu ökat snabbt. I Riksbankens prognoser görs antagandet att energi- och råvarupriserna i stort sett kommer att vara oförändrade på dagens nivå under prognosperioden. Men Öberg menade att det finns en risk att priserna fortsätter att stiga till följd av att den starka efterfrågeutvecklingen i tillväxtländerna driver upp efterfrågan på energi och råvaror.

I rapporten finns ett alternativt scenario som illustrerar konsekvenserna av fortsatt stigande energi- och råvarupriser. Det scenariot leder till högre inflation och högre räntor. Det betyder mindre för USA än för Europa. I USA fokuserar penningpolitiken på tillväxt, arbetslöshet och kärninflation. Inflationen i USA steg till 1,5 procent i december, men kärninflationen var bara 0,8 procent. I euroområdet ligger fokus i första hand på HIKP-inflationen, som steg till 2,4 procent i januari. I tillväxtekonomierna med tecken på överhettning kan stigande energi- och råvarupriser öka den redan höga inflationen. I många fattiga länder kan stigande livsmedelspriser leda till stora problem.

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. När det gäller antagandena om utländska räntor så menade han, liksom vid tidigare tillfällen, att det normalt är bäst att utgå från utländska marknadsräntor och implicita terminräntor. Då blir det ingen motsättning mellan dessa antaganden och de långa utländska marknadsräntor som påverkar växelkursen, och således ingen motsättning mellan prognosen för utländska styrräntor och hur växelkursen bestäms. Detta har enligt Svensson varit ett problem vid tidigare penningpolitiska möten – något som han behandlat i ett tal den 24 november 2010.¹ Denna gång är det inte

¹ L.E.O. Svensson, "Några problem med den svenska penningpolitiken och möjliga lösningar", tal i Stockholm den 24 november 2010.

några större skillnader mellan TCW-vägda justerade implicita terminsräntor och huvudscenariots antagande om utländska räntor för de första två åren men en viss skillnad på längre sikt.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon liksom vid tidigare möten delar huvudscenariots syn på inflation och BNP-tillväxt. Hon påminde dock om att hon tidigare varit skeptisk mot prognosen för utländska räntor, som legat klart högre än marknadens förväntningar såsom de mäts med justerade implicita terminsräntor. Som Svensson redan påpekat verkar det emellertid som om marknadens förväntningar skiftat upp under senare tid, så att de just nu inte skiljer sig så särskilt mycket från Riksbankens antagande, åtminstone under prognosperiodens två första år.

Ekholm påpekade att ett tungt vägande skäl till att hon motsatt sig prognosen för utländska räntor har varit att hon bedömt den statsfinansiella situation som råder i USA och stora delar av Europa som så besvärlig att det inte är rimligt att tro att finanspolitiken kan spela den roll framöver som den typiskt har gjort historiskt. Det är ett skäl till varför hon heller inte tror att historiska samband ger så god vägledning om vad man kan förvänta sig av penningpolitiken framöver givet tillväxtutsikter och inflationstryck. I USA, Storbritannien och stora delar av euroområdet går återhämtningen fortfarande trögt och det finns inget utrymme för att finanspolitiken skulle kunna användas för att ge återhämtningen extra skjuts. Då återstår bara en förhållandevis expansiv penningpolitik.

När det gäller vilka implikationer ett sådant antagande skulle få för penningpolitiken i Sverige så finns det en analys i utkastet till penningpolitisk rapport som avhandlar detta. I fördjupningen "Lägre styrränta i omvärlden och Sverige" används Riksbankens makroekonomiska modell Ramses för att analysera vilken räntebana som enligt historiska mönster skulle väljas om man antar att de utländska räntorna förblir låga längre än vad som antas i huvudscenariot. Som framgår av analysen blir förslaget till räntebana klart lägre än i huvudscenariot, och då är den ändå förknippad med en inflation mätt med KPIF som ligger under 2 procent under hela prognosperioden. Antagandet om hur de utländska styrräntorna utvecklar sig kan alltså få stora konsekvenser för hur man ser på det penningpolitiska beslutet i Sverige.

Nu har terminsräntorna skiftat upp en del jämfört med scenariot i fördjupningen. Men mot slutet av prognosperioden finns alltså en skillnad mellan marknadens förväntningar utifrån terminsräntorna och prognosen i huvudscenariot och Ekholms bedömning var fortfarande att justerade implicita terminsräntor i detta fall ger en bättre prognos.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** började med att konstatera att det har varit relativt lugnt på de finansiella marknaderna hittills i år. De europeiska länder som har skakiga statsfinanser och svaga banker har trots allt lyckats låna en del pengar. Men han menade ändå att läget knappast är stabilt. Det finns fortfarande förväntningar om att Portugal ska behöva begära hjälp av IMF och den europeiska stödfonden och frågorna kring de spanska sparbankerna har inte blivit färre. Förtroendet för Belgiens möjligheter att reda ut sina offentliga finanser har också minskat. Dessutom växer frågorna kring vad en ny irländsk regering kan vilja göra när det gäller att skriva ner de skulder som den gamla regeringen tog över från bankerna och lovat betala. Nyberg menade att det mot denna

bakgrund inte skulle förvåna honom om våren kom att erbjuda en eller annan period av ökad turbulens, växande osäkerhet och minskande riskvilja på marknaderna.

Nyberg ansåg att det skift uppåt i terminsräntekurvorna som skett under de senaste dagarna var något överraskande. Om det ska knytas till stigande inflationsförväntningar eller bättre tillväxtutsikter än väntat, eller något därutöver, återstår att se. Men oron för att inflationen ska ta fart igen i världen, delvis som en följd av snabbt stigande olje- och råvarupriser, har onekligen stigit. Prishöjningarna på livsmedel har varit så stora att de riskerar att skapa politiska problem i ett antal utvecklingsländer. Diskussionen från senhösten om hur världsekonomin skulle klara deflation förefaller att vara helt död, konstaterade Nyberg.

När det gäller den reala utvecklingen i omvärlden fanns enligt Nyberg inte mycket att lägga till det som står i utkastet till penningpolitisk rapport. Möjligen är det värt att nämna utvecklingen i de baltiska länderna som var bekymmersam för bara något år sedan, men nu förefaller att ha vänt ordentligt. Exportindustrin gjorde under 2009 en nödvändig omstrukturering och har nu snabbt börjat återfå sin konkurrenskraft och tjäna pengar. Till tillverkningsindustrin, och inte som tidigare till fastigheter och den finansiella sektorn, kommer också utländskt kapital för investeringar. Möjligen har utvecklingen gått så snabbt att politikerna har missat chansen att göra sådana strukturreformer som bara kan göras under en akut kris. I Lettland förefaller planerna på reformer inom sjukvård och skolväsende inte att bli så mycket mer än just planer.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ställde sig också bakom prognoserna för tillväxten de närmaste åren och prognosen för omvärldens styrränta i utkastet till penningpolitisk rapport. Många har redan berört att de penningpolitiska förväntningarna i omvärlden, såsom de kan utläsas ur marknadsprissättningen, har skiftat upp och nu ligger närmare Riksbankens prognos. Det visar enligt Wickman-Parak att det inte är oproblemiskt att basera styrränteprognoser på terminsräntor eftersom de kan svänga fram och tillbaka under en kort tidsperiod.

Den bild av den internationella utvecklingen som framträder i den penningpolitiska rapporten är i grova drag densamma som i december. För USA:s del ser läget något ljusare ut men osäkerheten om tillväxten längre fram är fortfarande stor på grund av de åtstramningar av finanspolitiken som kommer att bli nödvändiga.

För euroområdet är tillväxtprognosen oförändrad jämfört med i december och det borde vara möjligt att nå upp till prognosens modesta tillväxt. Man kan inte utesluta att det till och med kan gå lite bättre för kärnländerna som inte har akuta statsfinansiella problem. Även om de långsiktiga anpassningsproblemen är stora för många länder så har den mer akuta oron för statsfinanserna på finansmarknaderna klingat av, åtminstone för tillfället. Men det kan ju ändras som Nyberg redan påpekat.

Inflationen har åter blivit ett tema i spåren av högre råvarupriser och som Öberg påpekade tidigare slår det lite olika i olika länder. För tillväxtländerna är det ett större bekymmer eftersom många av dem inte har ledig kapacitet, vilket redan tagit sig uttryck i stigande inflation.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att även han delar beskrivningen av och synen på den internationella utvecklingen som ges i utkastet till penningpolitisk rapport. Även om

återhämtningen i USA nu pågått ett tag så kvarstår svåra frågor rörande arbetslösheten och hur lång tid det kommer att ta innan bostadsmarknaden återhämtar sig. Det komplicerar bilden av återhämtningen där.

Ingves fortsatte med att konstatera att hanteringen av statsskuldproblemen i Europa är en mångårig företeelse som är svår att hantera i ett konjunkturperspektiv. Det här påverkar naturligtvis utvecklingen i de länder som måste gå igenom en period med statsskuldssanering. Ingves påpekade vidare att redan sommaren 2007 lånade ECB för första gången ut euro till bankerna på särskilda villkor. Nu, efter 3,5 år, fortgår utlåningen och det råder oklarhet om hur stora problemen i banksektorn är. En så långsam och diffus process för att hantera bankproblem förblir en broms för tillväxten i de länder till vilka huvuddelen av ECB:s utlåning går.

Ingves påpekade att tillväxten i världen trots allt är god och att världshandeln har återhämtat sig. Det här påverkar i hög grad den svenska ekonomin i positiv riktning, men till skillnad från tidigare, och som en konsekvens av den goda utvecklingen flyttar nu fokus mot framtida inflation till följd av stigande livsmedels-, råvaru- och energipriser. Långräntorna har börjat stiga och penningpolitiken har börjat stramas åt på olika håll, även om Europa och USA för stunden är undantagna.

Med en bättre konjunkturbild kommer de globala obalanserna åter i fokus, men precis som tidigare tillåts inte växelkurserna stå för anpassningen i flera tillväxtländer. Ingves noterade dock att eftersom inflationstakten i till exempel BRIC-länderna ligger i intervallet 5-10 procent sker ändå en real appreciering i de länder som växer snabbast. Det här gynnar också Sverige eftersom den svenska inflationstakten kommer att ligga avsevärt lägre, vilket mildrar effekten av kronans nominella appreciering. Utvecklingen bidrar sannolikt också till att det svenska bytesbalansöverskottet bibehålls.

§3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att säga att han i stort sett ställer sig bakom prognoserna för den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport. Den svenska ekonomin växer snabbt, sysselsättningen stiger, arbetslösheten faller och inflationen är nära målet på 2 procent. Prognoserna för BNP-tillväxten och inflationen har reviderats upp något och prognosen för arbetslösheten har reviderats ner något sedan i december. Öberg ställde sig också bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent.

Men när det gäller räntebanan var hans bedömning fortfarande att reporäntan skulle komma att behöva höjas med 0,25 procent vid vart och ett av årets sex möten. Öberg påminde om att reporäntan fortfarande är mycket låg. Marknadens ränteförväntningar har skiftat uppåt och han noterade att allt fler bankekonomer delar bedömningen att Riksbanken kommer att behöva höja räntan till 2,75 procent vid årsskiftet. Men Öberg menade att skillnaden mellan hans syn och den redovisade räntebanan med hänsyn till osäkerheten inte var tillräckligt stor för att han skulle reservera sig mot rapporten. Det viktigaste för honom var att räntan fortsatte höjas möte för möte. Räntebanan är trots allt bara en prognos.

Enligt Öberg finns flera skäl till fortsatta reporäntehöjningar. Inflationen mätt med både KPI och KPIF var 2,3 procent i januari och således över inflationsmålet på 2 procent. Riksbankens prognos ligger på i genomsnitt 2,4 procent per år för KPI-inflationen och 1,8 procent per år för KPIF-inflationen under prognosperioden med den föreslagna räntebanan. Det är med hänsyn till osäkerheten tillräckligt nära 2 procent per år.

Öbergs bedömning är dessutom att inflationsriskerna övervägande finns på uppsidan. En ovanligt stor andel av företagen uppger i KI:s konjunkturbarometer att de avser att höja priserna samtidigt som priserna på energi och råvaror kan komma att stiga mer än vad Riksbanken räknar med. Inflationsförväntningarna på fem års sikt är fortfarande väl förankrade vid inflationsmålet på 2 procent. Det menade Öberg är bra och tyder på en fortsatt stor trovärdighet för penningpolitiken. Samtidigt har inflationsförväntningarna på ett och två års sikt stigit. Resursutnyttjandet mätt med Riksbankens RU-indikator var redan fjärde kvartalet 2010 uppe på en normal nivå och Öberg menade att BNP-gapet är normalt första kvartalet 2011. Bristen på arbetskraft är redan högre än normalt i flera branscher.

I slutet av prognosperioden är resursutnyttjandet med nuvarande prognoser något högre än normalt och stigande, vilket Öberg menade inte är lämpligt med hänsyn till inflationstrycket efter prognosperiodens slut.

Sysselsättningen har ökat med 100 000 personer och arbetslösheten har minskat med nästan en procentenhet det senaste året. En så snabb förbättring kan enligt Öberg innebära problem vid de löneförhandlingar som startar i höst. Lönebildningen har fungerat väl de senaste 15 åren och det har bidragit till att inflationen har kunnat hållas på en låg och stabil nivå. Det vore inte bra om löneförhandlingarna måste genomföras i en situation med överhettning på arbetsmarknaden.

Om inflationen blir högre än vad Riksbanken räknar med kan räntan behöva höjas snabbare än vad som ligger i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Öberg menade att det då är fullt möjligt att Riksbanken kommer att behöva höja reporäntan med mer än 0,25 procentenheter vid ett eller flera tillfällen och att reporäntan kommer att behöva höjas till 4 procent redan under nästa år.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** föredrog att lämna reporäntan oförändrad på 1,25 procent och föredrog en räntebana som sedan stiger i jämn takt och når en nivå på 3,25 procent vid prognosperiodens slut. Svensson föredrog en lägre reporäntebana därför att huvudscenariots räntebana innebär en avsedd penningpolitik som enligt hans mening inte är väl avvägd. Huvudscenariot innebär nämligen en KPIF-prognos under målet och en arbetslöshetsprognos som är högre än en rimlig långsiktigt hållbar nivå under i stort sett hela prognosperioden. Detta menade Svensson inte gärna kan kallas "balans" i ekonomin. Oförändrad ränta nu och sedan en lägre räntebana ger en högre KPIF-inflation närmare 2 procent och en lägre arbetslöshet närmare en hållbar nivå. Måluppfyllelsen blir enligt Svensson således bättre för både inflation och arbetslöshet.

Som Svensson framhållit vid tidigare möten uppfyller inte huvudscenariot den norske vice centralbankschefen Jan Qvigstads välkända nödvändiga, men inte tillräckliga, villkor för

en väl avvägd penningpolitik.² Tillämpat på inflation och arbetslöshet innebär detta villkor att inflationsgapet (skillnaden mellan inflationen och inflationsmålet) och arbetslöshetsgapet (skillnaden mellan arbetslösheten och dess hållbara nivå) ska ha samma tecken. Eftersom inflationsgapet är negativt och arbetslöshetsgapet är positivt för huvudscenariot under större delen av prognosintervallet, uppfylls inte villkoret för huvudscenariot. Istället kan gapen för båda minskas med en lägre räntebana och således kan måluppfyllelsen för både inflation och arbetslöshet öka.

Svensson påpekade att Qvigstads villkor för en väl avvägd penningpolitik också är ett villkor för att penningpolitiken ska vara effektiv. Med en effektiv penningpolitik menas att det inte ska gå att öka måluppfyllelsen för inflationen utan att minska måluppfyllelsen för arbetslösheten. Om det går att öka måluppfyllelsen för båda så är penningpolitiken inte effektiv.

Att penningpolitiken inte är väl avvägd för huvudscenariot framgår enligt Svensson tydligt av diagram 2:17 och 2:19 i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. Där ser man att en lägre räntebana ger en lägre arbetslöshetsprognos än huvudscenariot i diagram 2:17 och en högre KPIF-prognos närmare 2 procent i diagram 2:19.

Svensson fortsatte med att säga att det kanske går att invända mot ovanstående resonemang och hävda att man ska titta på fler mått på resursutnyttjandet än bara gapet mellan arbetslösheten och en långsiktigt hållbar arbetslöshetsnivå. Med andra mått på resursutnyttjandet blir kanske inte slutsatsen lika klar.

Efter snart fyra års praktisk erfarenhet och en hel del funderingar hade Svensson dock kommit till slutsatsen att när det gäller att bedöma om penningpolitiken är väl avvägd finns det starka skäl till att huvudsakligen använda sig av gapet mellan arbetslösheten och en långsiktigt hållbar arbetslöshetsnivå som mått på resursutnyttjandet. Andra mått som produktionsgapet, timgapet, RU-indikatorn, kapacitetsutnyttjandet och så vidare kan ha en roll när det gäller att bedöma inflationstrycket och göra inflationsprognosen, men inte när det gäller att bedöma om penningpolitiken är väl avvägd med hänsyn till resursutnyttjandet.

Eftersom det finns så många sätt att mäta resursutnyttjandet kan man kanske tycka att det vore bättre med en "samlad bedömning" utifrån ett stort antal indikatorer. Det är dock en väl etablerad insikt att det inte fungerar med en inflationsmålspolitik där måluppfyllelsen för inflationen mäts med en "samlad bedömning" utifrån ett stort antal olika prisindex. Problemet är att det då ofta går att hitta något index som hamnar någorlunda nära målet. Nästan vilken penningpolitik som helst kan motiveras med hjälp av ett skickligt val av index. För att målet och måluppfyllelsen ska ha någon mening måste därför i huvudsak ett enda index användas.

På samma sätt menade Svensson att det inte är lämpligt med ett stort antal olika mått på resursutnyttjandet. Problemet blir också då att det ofta går att hitta något mått som ger någorlunda normalt resursutnyttjande. Nästan vilken penningpolitik som helst kan motiveras med hjälp av ett skickligt val av mått på resursutnyttjandet.

² J. Qvigstad, "When does an interest rate path 'look good'? Criteria for an appropriate future interest rate path – A practitioner's approach", Staff Memo 2005/6, Norges Bank.

Problemet, ansåg Svensson, är dessutom faktiskt värre för resursutnyttjandet än för inflationen. Anledningen är att mått på resursutnyttjandet också innefattar en bestämning av vad som är en normal nivå för detta mått. För produktionsgapet och timgapet gäller det att bestämma nivå och prognos för potentiell BNP och potentiella arbetade timmar. Detta kan göras med flera olika långt ifrån transparenta metoder och antaganden och lämnar stort utrymme för godtycke. Genom ett skickligt val av både mått och normal nivå finns då stora möjligheter att motivera en viss penningpolitik.

Det finns flera skäl till att Svensson kommit till slutsatsen att – givet att endast ett mått på resursutnyttjandet bör användas – just arbetslöshetsgapet är det mest lämpliga måttet. Arbetslösheten mäts ofta och den revideras inte. BNP mäts däremot mer sällan och revideringarna är stora. Arbetslösheten spelar stor roll för allmänheten. Den är direkt relaterad till välfärden – att en medlem i hushållet förlorar jobbet är bland det värsta ett hushåll kan råka ut för. Arbetslösheten är också den indikator på resursutnyttjandet som är mest känd och bäst förstås av allmänheten. Enligt förarbetena till Riksbankslagen ska Riksbanken också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken. Den ekonomiska politiken i Sverige är i stor utsträckning inriktad just på att begränsa arbetslösheten, till exempel genom att förbättra arbetsmarknadens funktionssätt och förbättra incitamenten till att söka arbete.

Det svåra med arbetslöshetsgapet som indikator på resursutnyttjandet är att bestämma den normala nivån för arbetslösheten, noga räknat den lägsta långsiktigt hållbara arbetslöshetsnivån, fortsättningsvis benämnd den hållbara arbetslöshetsnivån. Problemet att bestämma den är dock inte större och snarast mindre än problemet med att bestämma potentiell produktion och potentiella timmar.

Den hållbara arbetslöshetsnivån kan uttryckas som en stabil procentsats – som till exempel 5,5 eller 6 procent. Den förändras långsamt och ligger i ett begränsat intervall. Potentiell BNP är däremot ett rörligt mål, en stokastisk process som enligt många uppfattning påminner om en så kallad random walk med drift. Den hållbara arbetslöshetsnivån kan bestämmas med ett flertal olika väletablerade metoder – strukturella sökmodeller i likhet med dem som utvecklats av Diamond, Mortensen och Pissarides, så kallade UC-modeller, DSGE-modeller och NAIRU-skattningar. Resultaten av dessa olika metoder kan jämföras och deras robusthet och tillförlitlighet bedömas. Detta kan göras och diskuteras i en öppen debatt inom och utanför centralbanken, med interna och externa ekonomer specialiserade på arbetsmarknadsforskning med mikro- och makrometoder. Det är en stor fördel i detta sammanhang att Sverige har en tradition av oberoende och högklassig arbetsmarknadsforskning vid universiteten och oberoende forsknings- och utvärderingsinstitut.

Det är enkelt och transparent att göra känslighetsanalyser i form av olika antaganden om den hållbara arbetslöshetsnivån. Om olika direktionsledamöter gör olika bedömningar av den hållbara arbetslöshetsnivån kan de enkelt och tydligt förklara hur detta påverkar deras beslut.

Att bestämma potentiell BNP är däremot att skjuta på ett rörligt mål som påminner om en random walk med drift. Att skatta och bedöma potentiell BNP och potentiella timmar ger stort utrymme för godtycke. I praktiken kommer sådana skattningar att i stor utsträckning bygga på så kallad HP-filtrering, vilket innebär att de potentiella nivåerna i

realiteten är mekaniska glidande medelvärden av faktiska värden utan särskilt ingående och övertygande analys. Sådana mått är otillräckliga och otillförlitliga. De tar till exempel inte hänsyn till vilket slags störning ekonomin utsatts för, till exempel om den utsatts för en efterfråge- eller utbudsstörning.

I praktiken är det omöjligt för utomstående (och för de flesta inom banken, inklusive direktionsledamöterna) att verifiera och bedöma de beräkningar av potentiell produktion och timmar som görs. Arbetslöshetsgapet ger jämfört med andra mått på resursutnyttjandet bäst möjlighet till extern och intern verifiering och bedömning av antaganden om och beräkningar av den hållbara arbetslöshetsnivån.

Svenssons egen preliminära bedömning av den hållbara arbetslöshetsnivån är tills vidare cirka 5,5 procent, efter att ha läst några uppsatser i ämnet och diskuterat med några arbetsmarknadsekonomer. I ljuset av nya studier, data och insikter är han dock beredd att revidera denna bedömning. Nyligen har han sett några fler preliminära studier och diskuterat med ytterligare några specialister på arbetsmarknadsekonomi. Såvitt han kan se är det fullt möjligt med hänsyn tagen till de mest relevanta omständigheterna och reformerna att en hållbar arbetslöshetsnivå till och med kan ligga något lägre än 5,5 procent. Finansminister Borg nämnde ju nyligen att det borde vara möjligt att nå en arbetslöshet på 5 procent omkring 2014, och man kan nog förutsätta att det ligger en hel del analys på Finansdepartementet bakom ett sådant uttalande.

Svensson drog slutsatsen att penningpolitiken bör sträva efter att stabilisera KPIF runt 2 procent och arbetslösheten runt en hållbar nivå. Övriga mått på resursutnyttjandet kan spela stor roll för att konstruera prognoser för inflation och realekonomi, men de är inte lika lämpliga som målvariabler.

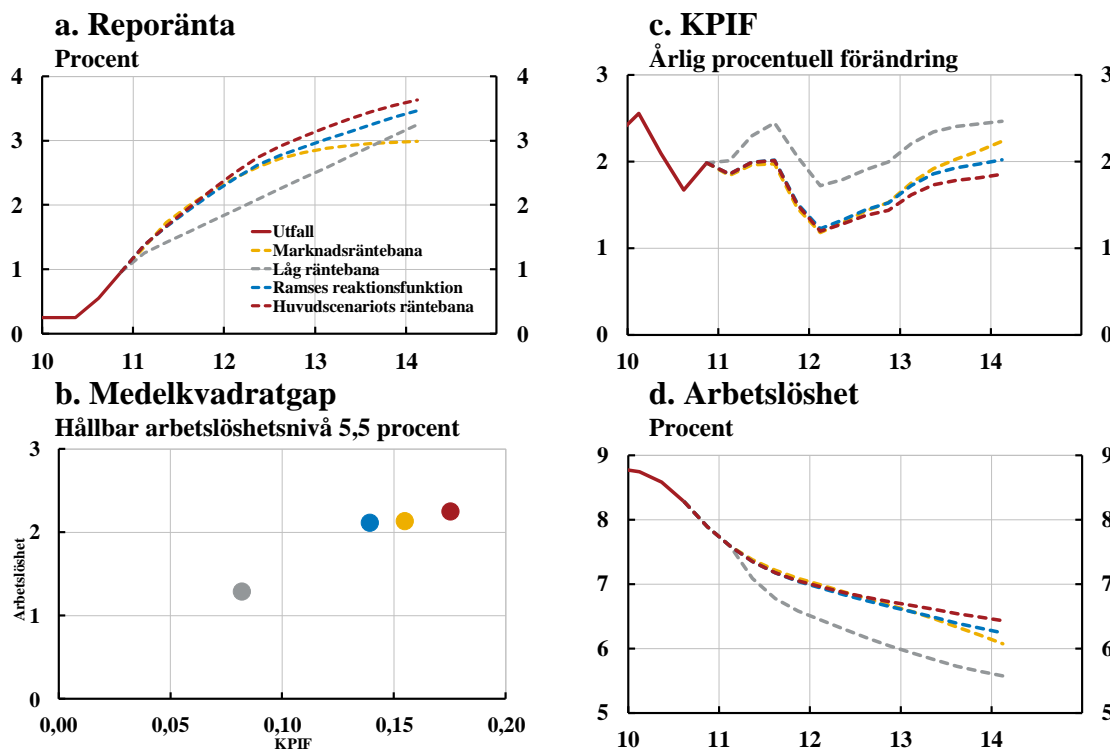
Svensson menade vidare att man inte heller ska byta fram och tillbaka mellan KPI och KPIF när det gäller att bedöma vilken penningpolitik som är väl avvägd. Det är bäst att enbart använda KPIF som "operativt mål", där kortsiktiga effekter av ränteförändringar på KPI via boendekostnader exkluderas. Man ska inte använda kortsiktiga direkta effekter av ränteförändringar på boendekostnader för att uppnå inflationsmålet. Man ska inte jaga sin egen svans, som man brukar uttrycka det.

För att motivera den räntebana han föredrar hänvisade Svensson till diagram 1. Diagrammet visar effekterna på KPIF och arbetslösheten av några olika räntebanor, under antagande om att utländska räntor ges av implicita terminsräntor. Den röda räntebanan i panel a är huvudscenariots räntebana, den blå räntebanan visar en räntebana som är förenlig med Riksbankens historiska reaktionsfunktion, den gula räntebanan visar marknadsförväntningarna enligt löptidspremiejusterade implicita terminsräntor, och den grå räntebanan visar den räntebana som Svensson föredrar framför huvudscenariots räntebana. Panel c och d visar prognoser för KPIF och arbetslösheten för de olika räntebanorna. De röda kurvorna avviker marginellt från huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport eftersom de bygger på att utländska räntor ges av implicita terminsräntor.

Diagram 1

Penningpolitiska alternativ februari 2011

Utländska räntor enligt implicita terminräntor



Källor: SCB och Riksbanken

Den grå räntebanan ger en högre KPIF-prognos närmare målet och en lägre arbetslöshetsprognos. I panel b visas medelkvadratgap för inflation och arbetslöshet under antagande om en hållbar arbetslöshetsnivå på 5,5 procent. Ju lägre medelkvadratgap, desto bättre måluppfyllelse. Den grå räntebanan dominerar och stabiliserar både KPIF och arbetslösheten bättre. Detta är även fallet om den hållbara arbetslöshetsnivån antas vara 6 procent istället för 5,5. Att arbetslösheten minskar snabbt mot en långsiktigt hållbar nivå är särskilt fördelaktigt eftersom det minimerar persistenseffekter av högre arbetslöshet i form av utslagning från arbetsmarknaden, minskat humankapital och så vidare.

Det kan tyckas vara ett problem att den grå räntebanan ger en KPIF-inflation på cirka 2,5 procent vid prognosperiodens slut. Enligt Svensson överskattar dessa prognoser dock KPIF vid prognosperiodens slut eftersom KPIF-prognosen i dessa simuleringar med modellen Ramses beräknats under ett standardantagande om en hållbar arbetslöshetsnivå på cirka 6,5 procent, vilket han anser vara för högt. En lägre hållbar arbetslöshetsnivå skulle ge lägre inflationstryck vid prognosperiodens slut och skifta ner KPIF-prognoserna något, vilket skulle öka fördelen med den grå räntebanan.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att säga att hon vid mötet i december gjorde bedömningen att den då publicerade räntebanan representerade en god avvägning av penningpolitiken. Sedan dess är det inte mycket nytt som har hänt. En

viss dämpning i aktiviteten blev synlig mot slutet av året men framåtblickande indikatorer pekar på fortsatt god utveckling. Inflationen har överraskat uppåt främst på grund av högre råvarupriser.

Wickman-Parak påpekade att hon i december framfört att Riksbanken överraskats av styrkan i ekonomins återhämtning och att det kunde bli så även framöver. När en ny prognosomgång nu är avklarad gör hon emellertid bedömningen att det inte finns något att gå på som skulle motivera någon större förändring av tillväxtprognosen. Därmed inte sagt att så inte kan bli fallet längre fram men det behöver komma in mer data innan det eventuellt blir aktuellt.

Wickman-Parak sa att hon därför ställer sig bakom rapportens prognoser för svensk tillväxt och också bakom förslaget till räntebana som innebär en viss uppjustering jämfört med i december. Hon fortsatte med att redogöra för de överväganden som lett henne fram till det ställningstagandet.

Prognosen för inflationen har reviderats upp något jämfört med bedömningen i december, vilket beror på direkta och indirekta effekter av stigande råvarupriser. I den högre prognosen faller KPIF-inflationen ner mot drygt 1 procent i slutet av året innan den sedan rör sig uppåt. Även om råvarupriserna skulle stiga ytterligare något i förhållande till Riksbankens prognos så utgör låga enhetsarbetskostnader och en starkare krona motverkande krafter. Wickman-Parak noterade att läget skiljer sig från 2008 då råvarupriserna också steg. Då var svensk ekonomi inne i en period av fallande produktivitet och höga löneökningar, en kombination som ledde till att enhetsarbetskostnaderna rakade i höjden.

Så i det kortare perspektivet menade Wickman-Parak att situationen på inflationsfronten inte är bekymmersam. En mer betydande uppgång i råvarupriserna framdriven av en högre omvärldstillväxt skulle ändra situationen och det är ett av flera alternativscenarier i rapporten.

Sett ur det mer långsiktiga perspektivet som penningpolitiken måste ha ansåg Wickman-Parak att utvecklingen på arbetsmarknaden var en viktig faktor som också varit något av ett tema i hennes inlägg sedan ganska lång tid tillbaka. Vid den förra konjunkturuppgången uppstod ganska tidigt brist på arbetskraft trots förhållandevis hög arbetslöshet och detta blev så småningom ett allt större problem. Vid förra sommarens penningpolitiska möte ansåg Wickman-Parak att det var rimligt att fråga sig huruvida det fanns en risk att samma problem skulle återuppträffa när arbetskraftsefterfrågan återvände. Regeringen hade visserligen genomfört olika arbetsmarknadsreformer men för henne var det osäkert hur stora effekterna skulle bli och i vilket tidsperspektiv de skulle verka. Det var därför ingen slump att hon sett ett stort behov av att följa löpande statistik över bristtal, kvarvarande lediga platser med mera.

Wickman-Parak konstaterade att arbetskraftsutbudet har ökat men samtidigt stiger bristtal och kvarvarande lediga platser snabbt. Även om de ännu inte nått alarmerande nivåer ansåg hon att varningssignalerna har blivit successivt starkare och det räcker inte att studera aggregerade storheter som arbetskraft och arbetslöshet.

Anledningen är att det inte är enkelt att med bestämdhet uttala sig om i vilken utsträckning arbetslösa på ett smidigt sätt kan svara mot den typ av arbetskraft som

efterfrågas. Under beredningen av dagens penningpolitiska beslut har en rapport från Arbetsförmedlingen, som kom i höstas omnämnts.³ Där framgår att antalet personer som tillhör utsatta grupper som har svårt att finna arbete är omkring 120 000. I de utsatta grupperna ingår bland annat ungdomar med kort utbildning, funktionshindrade och utrikes födda. Antalet skulle ha varit ännu större eller cirka 225 000 om inte många i de utsatta grupperna övergått till program med aktivitetsstöd. Av de cirka 400 000 personer som är inskrivna på Arbetsförmedlingen tillhör alltså mer än hälften någon av de utsatta grupperna.

Wickman-Parak poängterade att hon inte menar att resurserna på arbetsmarknaden är uttömda men att uppgifter som de hon nyss nämnt talar för att vara försiktig i att bedöma storleken på de lediga resurser som snabbt kan möta en ökad efterfrågan på arbetskraft. Det här är enligt Wickman-Parak en stor utmaning för andra politikområden som arbetsmarknadspolitiken och något som penningpolitiken inte biter på. Penningpolitiken bör undvika att strypa efterfrågan i onödan men Riksbanken måste samtidigt vara vaksam på flaskhalsar som driver upp kostnadstrycket och i förlängningen innebär en sämre utveckling på arbetsmarknaden.

Det här är en balansgång och Wickman-Paraks bedömning är att det är högst rimligt att göra ränteprognosen lite mer framtung; att fortsätta med gradvisa höjningar men öka takten en aning. Det minskar risken för att inflationen skjuter över målet längre fram och risken för att även de långsiktiga inflationsförväntningarna fjärrmar sig från målet.

Frågan är om Riksbanken skulle behöva höja räntan mer än den nu föreslagna räntebanan implicerar? Wickman-Parak påminde om att hon ansåg att penningpolitiken var väl avvägd i december och att de justeringar som gjorts i Riksbankens prognoser inte motiverar mer betydande justeringar i räntebanan.

En viktig förutsättning för att Riksbankens prognoser för tillväxt och resursutnyttjande ska realiseras är att hushållen fortsätter att konsumera i god takt. Kapacitetsutnyttjandet i industrin har stigit snabbt och investeringarna har börjat ta fart, vilket behövs för att inte kapacitetsbrist ska bli en hämsko längre fram. Sedan förra sommaren har de räntor hushåll och företag möter ökat mer än vad reporäntan har höjts. Det gäller framför allt hushållens korta boräntor. Till detta kommer att även långa räntor har stigit kontinuerligt under hösten.

En viss nedgång i ökningstakten för hushållens upplåning har börjat synas. De reporäntehöjningar som Riksbanken behöver vidta av allmänekonomiska skäl kommer sannolikt att innebära en fortsatt dämpning och det här är något som Wickman-Parak ser skäl till att fortsätta följa. Det talas ofta om att räntan är ett trubbigt medel för att komma åt en snabb kreditexpansion. Men det innebär inte att den är verkningslös.

Wickman-Parak ville med detta inlägg illustrera den typ av frågeställningar som hon brottats med för att komma fram till sitt ställningstagande. Svensk ekonomi behöver en efterfrågetillväxt för att nå upp till ett mer normalt resursutnyttjande och för det behövs en förhållandevis låg ränta ännu en tid. Riksbanken ska vara försiktig med att ta i med räntan så efterfrågan snörps på ett sätt som innebär ett betydligt lägre resursutnyttjande än ekonomin tål utan att inflationen tar fart. Det är möjligt att en långsiktig

³ Ura 2010:7 "Arbetsmarknadsutsikterna hösten 2010", rapport av Arbetsförmedlingen

arbetslöshetsnivå är 5,5 procent, vilket Svensson refererade till. Men analysen måste också vara observant på hur smidigt ekonomin fungerar på vägen dit och vara beredd att anpassa politiken därefter.

Slutligen förklarade Wickman-Parak att hon ställer sig bakom den räntebana som representerar huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Om efterfråge- och inflationstrycket utvecklas starkare än väntat kommer det på vanligt sätt att avspeglas i Riksbankens framtida prognoser för tillväxt, inflation och reporänta. Hon avslutade med att säga att hon inte är främmande för att något liknande kan ligga i färdriktningen.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** noterade att tillväxten i den svenska ekonomin återigen har överträffat förväntningarna. Förra vintern var Riksbankens budskap att "utvecklingen har vänt, men återgången till den tidigare produktionsnivån kommer att ta tid". I december kommunicerade Riksbanken att "Sverige växer rekordsnabbt". Och hela fallet i BNP på drygt 5 procent under 2009 togs tillbaka under 2010. Vare sig nedgången eller uppgången följde något normalt konjunkturmönster. Sverige har blivit en "Pippi Långstrump-ekonomi" utan att riktigt förstå hur det gick till.

Att mot denna bakgrund höja räntan med en kvarts procentenhet vid dagens sammanträde, i linje med den räntebana som fastlades i december, är rimligt enligt Nyberg. Han sa också att det är rimligt att justera upp räntebanan som föreslaget, vilket innebär att han i allt väsentligt delar slutsatserna i utkastet till penningpolitisk rapport. De föreslagna höjningarna kan räcka för denna gång, enligt Nyberg. Han är dock inte främmande för att ytterligare uppjusteringar av reporäntebanan kan komma att behövas under våren eller försommaren och tycker att de argument som Öberg framfört i detta avseende är relevanta.

Nyberg ville närmare kommentera ett av dessa argument, nämligen förbättringen på arbetsmarknaden, som skett väsentligt snabbare än förväntat under det år som gått. Även om det kan vara svårt att avgöra när kapacitetsgapet är slutet på en aggregerad nivå förefaller vissa branscher snabbt närma sig ett läge där bristen på arbetskraft blir ett problem. Det gäller inte minst tillverkningsindustrin. Samtidigt visar företagen goda vinster. Det vore inte orimligt om detta kom att påverka löneförhandlingarna i höst, och kanske än mer löneglidningen under året, särskilt som löneutvecklingen var återhållsam under den akuta krisen. Det är inte omöjligt att löneprognosen i den penningpolitiska rapporten kan visa sig vara i underkant. För inflationsprognosen är detta givetvis av betydelse.

Terminsräntekurvan har ju skiftat uppåt och ligger nu ganska nära Riksbankens reporäntebana, åtminstone under det närmaste dryga året. Det förefaller ha skett utan någon kraftfullt bromsande effekt på den svenska ekonomin via en snabb appreciering av kronan. Skiftet verkar spegla att terminsräntorna stigit internationellt. Det finns, enligt Nyberg, under alla omständigheter anledning att fundera vidare över – och kanske ställa sig frågande till – vilket informationsinnehåll som de internationella och svenska terminsräntorna egentligen har och hur de ska påverka Riksbankens prognoser.

Den appreciering av kronan som gradvis skett sedan det förra penningpolitiska mötet har inte kommit oväntat, givet den svenska ekonomins styrka och den ökande ränteskillnaden gentemot omvärlden. Den har motverkat de inflationsimpulser som kommit i form av

stigande olje- och råvarupriser, vilket är positivt. Likväl är det värt att notera att inflationsförväntningarna har stigit på ett och två års sikt.

Hushållens upplåning har fortsatt att växa, om än i något långsammare takt. Dock växer upplåningen fortfarande snabbare än hushållens inkomster, vilket inte är långsiktigt hållbart. Bomarknaden visar möjligen tecken på avmattning, men det är ännu för tidigt att avgöra. Det vore inte orimligt om Riksbankens räntehöjningar och Finansinspektionens bolånetak medverkat till en lugnare utveckling av upplåning och marknadspriser. I dagsläget menade Nyberg att det kan vara klokt att vänta och se hur den fortsatta utvecklingen ter sig. Men det finns all anledning för Riksbanken att nära följa utvecklingen av hushållsutlåningen och att fortsätta diskussionen om olika instrument som kan behöva användas om utlåningen skulle växa alltför snabbt.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** sa att hon ställer sig bakom beskrivningen av utvecklingen av svensk ekonomi i utkastet till penningpolitisk rapport. Återhämtningen fortsätter och tycks gå något snabbare än tidigare förväntat. Det råder en viss press uppåt på inflationen via energi- och livsmedelspriser, men samtidigt en press nedåt via en kronkurs som stärkts mer än förväntat.

Ekholm ställde sig dock inte bakom den föreslagna räntebanan. Resursutnyttjandet är fortfarande lägre än normalt och hennes tolkning av de analyser som gjorts är att det kan förväntas förbli lägre än normalt under stora delar av prognosperioden. Inflationen har visserligen stigit under senare tid, men av allt att döma är fortfarande det underliggande inflationstrycket lågt. Prognosen för KPIF-inflationen i huvudscenariot hamnar under 2 procent under merparten av prognosperioden. Sammantaget talar detta för att det inte finns något behov av att göra penningpolitiken mindre expansiv just nu. Ekholm menade att det talar för att hålla kvar styrräntan på 1,25 procent, och sedan höja den successivt, men i en något långsammare takt än i huvudscenariot. Liksom Svensson förordade hon en räntebana som ligger på cirka 3,25 procent i slutet av prognosperioden.

Som framgår av de diagram som Svensson refererade till förknippas en sådan räntebana i modellanalyserna med ett snabbare stigande resursutnyttjande och en högre inflation. När det gäller inflationen förknippas räntebanan med en prognos för inflationen mätt med KPIF som ligger högre än 2 procent mot slutet av prognosperioden, vilket inte framstår som så särskilt god måloppfyllelse. Men liksom Svensson är Ekholm osäker på hur rimliga dessa skattningar är. Inflationstrycket påverkas av resursutnyttjandet och här spelar det roll att man nog kan förvänta sig att den långsiktigt hållbara arbetslösheten kommer att falla under prognosperioden. I så fall kommer kanske inflationstrycket mot slutet av prognosperioden att vara lägre än vad som ges av dessa simuleringar.

Ekholm menade vidare att man behöver skilja mellan det resursutnyttjande som påverkar inflationstrycket – vilket kan variera över tiden – och det resursutnyttjande som är långsiktigt hållbart. Detta är lättast att tänka på i termer av arbetslöshet. Det typiska mönstret efter en lågkonjunktur är att den arbetslöshet som är förenlig med ett givet inflationstryck stiger initialt för att sedan falla tillbaka. Det kan till exempel handla om att en strukturomvandling initialt leder till sämre matchning på arbetsmarknaden genom att de som förlorar jobbet har annan kompetens än vad som efterfrågas i de sektorer som växer under en återhämtningsfas. Efter en viss tid, när strukturomvandlingen är genomförd, är dock matchningen tillbaka där den var och något slags

jämviktsarbetslöshet tillbaka på sin ursprungliga nivå. Att det har sett ut så här i Sverige vid tidigare lågkonjunkturer illustreras av de Beveridgekurvor som visas i diagram A13 i utkastet till penningpolitisk rapport. Först försämras matchningen för att sedan återgå till ett mer normalt läge.

Det finns olika uppfattningar om hur den lågkonjunktur som Sverige varit igenom har påverkat den arbetslöshet som är förenlig med ett oförändrat inflationstryck, om den har stigit mycket eller litet. En komplicerande faktor i den här lågkonjunkturen är att det samtidigt har genomförts reformer som kan förväntas trycka ned vad som kan kallas en långsiktigt hållbar arbetslöshet. Detta innebär att svensk ekonomi troligtvis är i en situation där den långsiktigt hållbara arbetslösheten är på väg ner – snabbt eller långsamt är svårt att veta – samtidigt som lågkonjunkturen har gett ett uppåttryck på den arbetslöshet som är förenlig med oförändrat inflationstryck. För att kunna göra prognoser för inflationen och räntan måste man skapa sig en uppfattning om hur det faktiska resursutnyttjandet förhåller sig till det som är förenligt med ett oförändrat inflationstryck. Som Ekholm uppfattar saken så är det utgångspunkten för de olika gap som presenteras i den penningpolitiska rapporten.

Men när det gäller Riksbankens ambition att, utan att åsidosätta inflationsmålet, bedriva en politik som stödjer målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning så är det nog mer rimligt att utgå ifrån vad som är möjligt att uppnå på lång sikt. Formuleringen i utkastet till penningpolitisk rapport om att en höjning av räntan krävs för att stabilisera inflationen kring 2 procent och undvika att resursutnyttjandet blir för högt är enligt Ekholms uppfattning lite oklar. Det framgår nämligen inte vilket resursutnyttjande som avses. De flesta mått som presenteras i rapporten har enligt Ekholm mer med inflationsprognosen att göra än en långsiktigt hållbar nivå för resursutnyttjandet och just inflationsaspekten borde redan vara tagen hänsyn till i strävan att sätta räntan så att inflationen stabiliseras kring 2 procent. Den centrala frågan är nu hur snabbt det med hjälp av expansiv penningpolitik går att höja resursutnyttjandet utan att inflationen tar fart på allvar och drivs upp över inflationsmålet. Det finns skäl att undvika att det tar alltför lång tid, eftersom det kan finnas persistenseffekter på arbetsmarknaden som gör att utvecklingen blir trögare än nödvändigt om arbetslösheten förblir hög länge.

Sedan kan man fråga sig vad som är en lämplig utgångspunkt för ett mått på ett långsiktigt hållbart resursutnyttjande. Svensson förordar arbetslösheten, vilket enligt Ekholm är ett mått med många fördelar, men också vissa nackdelar. Ytterst så fångar det bara en viss aspekt av läget på arbetsmarknaden. Arbetslös är enligt definitionen i Arbetskraftsundersökningarna (AKU) den som inte har utfört något arbete under mätveckan, som kunnat ta ett arbete och visat någon form av aktivt sökande, inklusive enbart studerat annonser. Det fångar inget av det utanförskap som har varit fokus för många av de arbetsmarknadsreformer som genomförts under senare tid, eftersom det handlar om sådant som leder till att individer definieras som stående utanför arbetskraften. Det fångar inte heller ofrivillig deltidsarbetslöshet, något som enligt de kartläggningar som gjorts är förhållandevis vanligt bland kvinnor. Och det fångar inte huruvida de som har arbete tenderar att vara frånvarande från arbetet. Man skulle kunna argumentera för att förändringar i arbetslösheten fortfarande är ett bra mått på förändringen av läget på arbetsmarknaden om mätfelen är konstanta över tiden. Men så

behöver inte nödvändigtvis vara fallet när det sker reformer som påverkar inflödet i och utflödet från arbetskraften och graden av närvaro på jobbet.

Ekholms intryck är att något slags timgapsmått egentligen skulle vara en bättre utgångspunkt. Men kanske är det så att det är svårare att uppskatta långsiktiga potentiella arbetade timmar än långsiktig jämviktsarbetslöshet, något Ekholm menade att hon har svårt att bedöma. I vilket fall som helst så anser hon att det här är något som borde analyseras mer noggrant framöver. Ju närmare man kommer ett normalt resursutnyttjande, desto viktigare kommer det att vara att ha en uppfattning om hur snabbt det kan höjas utan att inflationen tar fart och då måste man också ha en uppfattning om hur den långsiktigt hållbara nivån utvecklas. Det kan handla om en ganska komplex dynamik och Ekholm trodde att det var i linje med vad Wickman-Parak och Nyberg efterfrågade när det gäller en mer disaggregerad analys av utvecklingen på arbetsmarknaden.

Sammanfattningsvis ansåg Ekholm att en oförändrad styrränta på 1,25 procent och en räntebana där räntan successivt stiger till cirka 3,25 procent innebär en mer välavvägd penningpolitik än huvudscenariots räntebana. Hon menade också att det är viktigt att göra fördjupade analyser av vilket resursutnyttjande som ska gälla som utgångspunkt för Riksbankens mål att stödja den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning och hur den förhåller sig till den nivå som är förenlig med ett oförändrat inflationstryck.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sa att han delar bedömningen av den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport och ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter samt att justera räntebanan något uppåt. En konsekvens är att sannolikheten ökar för att räntan höjs vid samtliga beslutstillfällen under året.

Den internationella utvecklingen gynnar Sverige, som Ingves tidigare påpekat. Efterfrågan väntas vara god under prognosperioden samtidigt som inflationstakten stiger. En apprecierande krona motverkar till en del inflationseffekten. Det är möjligt att räntan hade behövt höjas mer om kronan inte redan hade apprecierat.

Den konjunkturbild som nu avtecknar sig påminner om de två perioder med mycket god utveckling som infallit tidigare under 2000-talet. Utan krav på total följsamhet eller precision påminner nu en rad indikatorer (barometerindikatorn, inköpschefsindex, exportordergången och konfidensindikatorn för hushållen) liksom bristtal och varsel om tidigare perioder som lett till fullt resursutnyttjande. Även Riksbankens egen RU-indikator pekar i samma riktning och inflationsförväntningarna är på väg upp. Skillnaden nu jämfört med tidigare, är att vändningen i arbetslösheten börjar på en högre nivå och att räntenivån är lägre.

Med det sätt på vilket efterfrågan i ekonomin nu förefaller utvecklas är det klart att Riksbanken kommer att vara inne i en räntehöjningsfas under överskådlig tid eftersom inflationstrycket annars skulle stiga för mycket. Den prognos som ligger i utkastet till penningpolitisk rapport bygger på måttliga löneökningar och en begränsad ökning av enhetsarbetskostnaderna. Blir löneökningarna högre än i prognosen, exempelvis till följd av ökad löneglidning, så finns det också en risk att inflationen tar fart. Skulle det inträffa så förklarade Ingves att det inte är honom främmande att höja räntan med mer än 0,25 procentenheter vid ett beslutstillfälle.

Ingves menade vidare att det samtidigt kan vara värt att notera att räntan på lån till bostäder stigit mer än reporäntan. Den ökade skillnaden mellan bolåneräntor och reporäntan innebär en viss ytterligare åtstramning. Om hushållens upplåning varaktigt ligger på en hög nivå leder det till att riskerna stiger och då kan man inte utesluta att denna ränteskillnad ökar ytterligare. Ingves noterade att det kan finnas anledning att förvänta sig en mindre absolut följsamhet mellan reporäntan och boräntorna framöver. Som lånemarknaden ser ut i dagsläget anser han dock att penningpolitiken inte behöver kompensera för det.

Med den penningpolitik som nu föreslås kommer den svenska räntenivån att ligga över räntan i euroområdet och USA men betydligt lägre än i många snabbväxande länder. Det är en rimlig positionering med hänsyn tagen både till den internationella utvecklingen och till det inhemska efterfrågeläget. Det är säkrare att höja räntan nu än att vänta på en förstärkning av växelkursen. Skulle växelkursen varaktigt röra sig mer än förväntat så är det möjligt att hantera den frågan längre fram.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** anknöt till vad Wickman-Parak och Nyberg sa om arbetsmarknaden och bristen på arbetskraft i vissa sektorer. Som Svensson ser det är sådana omständigheter viktiga när det gäller att bedöma effekterna på lönerörelse och inflationstryck och när det gäller att göra prognoser för löner och inflation. Men liksom Ekholm ville han betona att det är viktigt att skilja på resursutnyttjandets roll som målvariabel och som indikator på inflationstryck. När det gäller rollen som målvariabel är det den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten som är relevant. När det gäller rollen som indikator på inflationstryck och underlag för prognoser på löner och inflation kan diverse kortsiktiga förhållanden, brister och flaskhalsar ha betydelse, men dessa påverkar normalt inte den långsiktigt hållbara arbetslöshetsnivån. Ett sätt att uttrycka detta är att säga att arbetslösheten relativt den långsiktiga arbetslöshetsnivån är en målvariabel men gapet relativt en kortsiktig jämviktsarbetslöshet kan vara en indikator på inflationstryck som spelar roll för att göra prognosen på inflationsgapet, den andra målvariabeln.

Riksbankschef **Stefan Ingves** menade att diskussionen om resursutnyttjande är ett uttryck för läget i svensk ekonomi. Eftersom Riksbanken bedriver en inflationsmålspolitik där resursutnyttjandet spelar en central roll såväl i sig självt som via sin påverkan på inflationen så kan det för all del sägas ha evig aktualitet. Men när svensk ekonomi nu närmar sig ett fullt resursutnyttjande blir det allt vanligare att olika mått ger olika svar på frågan om resursutnyttjandet är under eller över det normala. Om konjunkturen utvecklas som förväntat kommer diskussionen alltså att bli desto intensivare framöver och det är en viktig diskussion att föra.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** anknöt till Ingves påpekande att de boräntor som hushållen får betala har stigit mer än reporäntan. Riksbanken vill ju undvika att höja reporäntan för snabbt eftersom det är angeläget att stimulera näringslivets investeringar. Samtidigt finns en oro för att hushållens skuldbörda växer för snabbt. Ur den synvinkeln är det positivt att boräntorna stigit något snabbare än reporäntan. Det behöver emellertid inte betyda att bankerna tjänar mer pengar på bolånen, vilket ibland tas för givet. Bankernas finansieringskostnader har också stigit snabbare än reporäntan, delvis till följd av att det nya regelverket (Basel III) kräver att deras upplåning ska ske på längre löptider än tidigare.

Nyberg ville dock påpeka att det aktuella räntebeslutet, som han ser det, betingas av den snabba tillväxten i svensk ekonomi och strävan att nå inflationsmålet samtidigt som resursutnyttjande och sysselsättning utvecklas så bra som möjligt. Höjningen av reporänta och räntebana skulle vara motiverad även om bolånemarknaden var i bättre balans. Men om höjningen medverkar till att bromsa tillväxten i hushållens upplåning är detta positivt. Det minskar riskerna för att en alltför stor skuldbörda förstärker en kommande konjunkturedgång och därmed utvecklas till ett problem för penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påpekade att det är möjligt att den långsiktiga, eller uthålliga arbetslösheten, för att använda Svenssons terminologi, ligger kring 5 eller 5,5 procent. Men som Svensson säger ska man skilja mellan vad som kan uppnås på kort respektive lång sikt. Wickman-Parak klargjorde att det var det mer kortsiktiga perspektivet som hon lyfte fram i sitt inlägg. För penningpolitiken är det relevant hur arbetsmarknaden fungerar i det perspektivet och vilka risker som finns för inflationstrycket på grund av det.

Wickman-Parak sa också att hon tror att det under överskådlig tid kommer att finnas anledning att använda sig av många olika mått på resursutnyttjande. Det är en klok ansats givet den osäkerhet som måtten är behäftade med. Inte heller arbetslöshetsmättet är enkelt – det kan vara möjligt att ha en rimlig uppfattning om den långsiktiga arbetslösheten men det går inte att vara säker på i vilket tidsperspektiv den kan nås. För att få en uppfattning om det räcker det inte att bara analysera stora aggregat.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, konstaterade sammanfattningsvis att arbetslösheten nu väntas bli något lägre än vad som låg i korten vid det förra penningpolitiska mötet i december. Samtidigt medför stigande råvarupriser en högre inflation i omvärlden och i Sverige. Mot den bakgrunden är det majoritetens uppfattning att reporäntan bör höjas idag och att reporäntebanan bör höjas något. En minoritet förordar att lämna räntan oförändrad och en något lägre reporäntebana.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten tisdagen den 15 februari 2011 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,5 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 16 februari 2011,
- att tisdagen den 15 februari 2011 kl 9:30 offentliggöra beslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 28 februari 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 1,5 procent och mot reporäntebanan enligt huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. De förordade en reporänta på 1,25 procent och en räntebana som sedan gradvis stiger till 3,25 procent vid prognosperiodens slut. En sådan räntebana leder till en KPIF-inflation närmare 2 procent och en snabbare minskning av arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg