

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2011-04-19

MÖTESTID: 09.00

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

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Hanna Armelius
Claes Berg
Hans Dellmo
Heidi Elmér
Eric Frieberg
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Anna Lidberg (§ 1)
Sofia Lindh (§ 1)
Tomas Lundberg
Pernilla Meyersson
Christina Nyman
Cecilia Roos-Isaksson
Olof Sandstedt (§ 1)
Lena Strömberg (§ 1)
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti

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

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Olof Sandstedt från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten med fokus på de stigande rörliga bostadsräntorna och den statsfinansiella oron i Europa. De rörliga boräntorna har

stigit mer än vad som motiveras av reporäntehöjningarna under den senaste tiden. Det beror på att påslaget mellan STIBOR, som är referensräntan som banker betalar när de lånar till varandra, och reporäntan har ökat.

Oron för den statsfinansiella situationen har fått räntor på 10-åriga statsobligationer att stiga kraftigt i vissa länder i euroområdet. Det finns en ökad oro på marknaderna för att Grekland ska behöva omförhandla sin skuld, vilket har fått de grekiska statsobligationsräntorna att stiga kraftigt. Även Portugal har haft kraftigt stigande långa räntor innan det blev klart att landet ska få stödpaket av EU och IMF. Oron för utvecklingen i Irland verkar ha minskat något efter publiceringen av de stresstester för banksystemet som utfördes. Innan dess steg räntorna under en ganska lång period även där. Långa räntor i Spanien har däremot inte stigit i samma utsträckning som i länderna ovan, men det är osäkert hur länge den utvecklingen kommer att bestå.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Kronans växelkurs mätt med TCW-index är fortfarande starkare än innan den finansiella krisen även om den har försvagats något sedan det penningpolitiska mötet i februari. Interbankmarknaden har haft en volatil räntesättning och såväl listade rörliga boräntor som hushållens förväntningar om kommande boräntor har stigit. Samtidigt har de långa statsobligationsräntorna fallit i Sverige. I euroområdet är dock statsobligationsräntorna högre nu än i februari på grund av att ECB har börjat höja styrräntan. Där har det skett ett kraftigt skift uppåt i de penningpolitiska förväntningarna enligt implicita terminräntor. I USA och Storbritannien däremot har de penningpolitiska förväntningarna skiftat ner sedan mötet i februari.

Enligt prissättningen på marknaden förväntas en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Tre ytterligare höjningar av reporäntan i år är inprisade på marknaden. De penningpolitiska förväntningarna är därmed i stort sett oförändrade enligt marknadsprissättningen sedan februari. Även Prosperas undersökning visar på i stort sett oförändrade penningpolitiska förväntningar.

David Vestin, biträdande avdelningschef 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 6, 7 och 11 april. På ett möte med direktionen den 13 april bordlades prognoser och texter. Sedan den 11 april har det kommit ny statistik för inflationen i mars i Sverige. Inflationen rensad för ränteförändringar, mätt med KPIF, uppgick till 1,5 procent, vilket var 0,4 procentenheter lägre än väntat. KPI ökade med 2,9 procent jämfört med förra året, vilket var 0,4 procentenheter högre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Prognosfelet beror delvis på att boräntorna har stigit mer än vad som motsvaras av reporäntehöjningarna, som Olof Sandstedt tidigare redogjort för. En annan orsak till prognosfelet är att SCB uppdaterat vikten för rörliga bolån. Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi var också lägre än i prognosen i februari och uppgick till 0,9 procent i mars. En bidragande orsak till detta var sannolikt apprecieringen av kronan det senaste året.

Styrkan i svensk ekonomi håller i sig även om tillväxttakten växlar ned jämfört med förra året. Den svenska BNP-tillväxten väntas uppgå till 4,6 procent 2011 för att därefter sjunka

tillbaka mot en historiskt sett genomsnittlig nivå. Återhämtningen är bred med god tillväxt i såväl inhemsk efterfrågan som export. Investeringarna har börjat ta fart. Arbetsmarknadsläget fortsätter att förbättras och arbetslösheten faller. Löneökningstakten kommer troligen att öka, vilket är normalt i detta läge av konjunkturen. I prognosen antas lönerna följa normala ökningstakter.

I omvärlden som helhet är tillväxttakten fortsatt hög, men också fortsatt delad. Prognosen för omvärldens tillväxt är i stort sett oförändrad sedan den penningpolitiska rapporten i februari. Tillväxtekonomierna i Asien visar överhettningstendenser, samtidigt som återhämtningen i Europa och USA fortfarande är förhållandevis långsam.

Naturkatastrofen i Japan, den statsfinansiella situationen i euroområdet och politisk oro i Nordafrika och Mellanöstern bidrar till en ökad osäkerhet. Jordbävningen i Japan slår hårt mot den japanska ekonomin i år, men ekonomin väntas återhämta sig relativt snabbt när återuppbyggnaden kommer igång. Bedömningen i nuläget är att spridningseffekterna blir begränsade för världsekonomin. Stark omvärldstillväxt och oron i de oljeproducerande länderna driver upp priserna på energi och övriga råvaror. Detta har en hämmande inverkan på omvärldstillväxten och ger även högre inflationsimpulser i många delar av världen, även i Sverige.

Inflationsimpulser från utlandet och minskade lediga resurser bidrar till stigande inflation i Sverige, även om det fortfarande sannolikt finns lediga resurser i ekonomin.

Oljepristerminerna har stigit med cirka 10 procent jämfört med i februari, vilket ger en något uppreviderad inflationsprognos framförallt på kort sikt. Den underliggande inflationen är fortfarande låg, men väntas stiga gradvis i takt med att konjunkturläget stärks. Samtidigt är KPI-inflationen hög till följd av stigande boräntor. Effekten av boräntorna väntas driva upp KPI ytterligare en tid i takt med att reporäntan höjs, men effekten bedöms vara övergående.

Arbetslösheten, som var 7,6 procent i februari, väntas falla i takt med att konjunkturen förbättras. Trots att arbetskraftsdeltagandet har stigit sedan 2009 har arbetslösheten minskat med en procentenhet. Prognosen för både sysselsättningen och arbetskraften är något uppreviderad sedan den penningpolitiska rapporten i februari.

För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och undvika ett för högt resursutnyttjande behöver reporäntan gradvis höjas mot mer normala nivåer.

Reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning är oförändrad jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. En viktig förutsättning för detta är att den höga KPI-inflationen inte på ett mer påtagligt sätt sätter avtryck i olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och i lönebildningen.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att konstatera att han tyckte att bilden av den internationella ekonomiska utvecklingen i den penningpolitiska uppföljningen var rimlig som utgångspunkt för diskussionen. Återhämtningen i omvärlden fortsätter i god takt, men skillnaderna mellan olika områden är stor.

Revideringarna av BNP-prognoserna sedan den penningpolitiska rapporten i februari är små. Tillväxten i USA väntas bli lite svagare i år och nästa år. Även Japans tillväxt är nedreviderad i år till följd av den katastrofala jordbävningen och tsunamin, men nästa år

väntas högre tillväxt till följd av återuppbyggnaden. För världen som helhet är prognosen för BNP-tillväxten under prognosperioden oförändrad jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Inflationen i omvärlden har däremot reviderats upp i år och marginellt även nästa år.

Den främsta risken var enligt Öberg att inflationen kan bli högre än i prognosen. Den starka efterfrågetillväxten i världen driver upp priserna på energi och råvaror. Till det kommer utbudsstörningar till följd av kriget i Libyen och oron för att problemen ska sprida sig till andra länder i Nordafrika och Mellanöstern. Inflationsförväntningarna har också stigit i många länder. Kina och flera andra länder har också börjat strama åt penningpolitiken.

En annan risk är att problemen med statsfinanserna i USA och ett antal europeiska länder kan leda till förnyad oro på de finansiella marknaderna. Det allvarligaste hotet skulle förmodligen vara om Spanien skulle utsättas för ett ökat tryck från de finansiella marknaderna. Spanien har börjat strama åt finanspolitiken och genomfört ett antal reformer, men har ändå ett utsatt läge med hög belåning, problem i banksektorn och en arbetslöshet på cirka 20 procent. Spanien är också ett stort land i Europa till skillnad från de tre små euroländer som hittills har behövt hjälp utifrån för att kunna klara av sina statsfinansiella problem. Eventuella problem i Spanien skulle därför få större konsekvenser för utvecklingen i Europa än problemen i de små länderna.

Men i euroområdet som helhet fortsätter återhämtningen. Resursutnyttjandet mätt med mått liknande Riksbankens RU-indikator är redan uppe på en normal nivå, trots att arbetslösheten fortfarande är hög. Inflationen har även stigit till nivåer som är betydligt högre än ECB:s inflationsmål. Mätt med HIKP ökade inflationen till 2,7 procent i mars. Även den underliggande inflationen mätt med HIKP exklusive energi och obearbetade livsmedel ökade i mars, till 1,5 procent. Mot den bakgrunden ansåg Öberg det vara naturligt att ECB höjde styrräntan i april till 1,25 procent.

Att ECB har höjt styrräntan lättar också på en yttre förutsättning för den svenska penningpolitiken. Normalt brukar den svenska reporäntan inte avvika mer än någon procentenhet från ECB:s styrränta. Det beror främst på att den ekonomiska utvecklingen inte heller brukar skilja sig påtagligt mellan Sverige och euroområdet. Men det beror också på att kronans kurs tidvis påverkas förhållandevis mycket av ränteskillnaden mot euroområdet, vilket i sin tur kan påverka den svenska inflationstakten. I prognosen antas en högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och en bättre utveckling på den svenska arbetsmarknaden. Öberg ansåg det därför vara rimligt att Riksbanken ligger före ECB i normaliseringen av penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** uppgav att hon delade synen att återhämtningen i omvärlden å ena sidan ser mer stabil ut än tidigare, men att det å andra sidan finns ökade risker i omvärlden. Till dessa hör politisk oro i Mellanöstern och Nordafrika, effekten av jordbävningen i Japan och den fortsatta skuldskrisen i Europa med osäkerhet kring Portugals stödprogram. Dessutom råder det osäkerhet kring förmågan i USA att reda ut de problem som finns med statsfinanserna där.

Ekholm ställde sig däremot skeptisk till prognosen för utländska styrräntor, i likhet med vad hon uppgett vid tidigare möten. Återigen så avviker prognosen för omvärldens styrräntor något från marknadsförväntningarna så som de kan utläsas av implicita

terminsräntor, framför allt mot slutet av prognosperioden. Prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning innebär högre styrräntor än de implicita terminsräntorna. Ekholm menade att trots att skillnaden inte längre är så stor som den var under förra året har den ändå betydelse för hennes syn på det penningpolitiska beslutet. Att prognosen ett par år fram i tiden ligger högre än vad som tycks vara marknadsförväntningarna innebär att de långa räntorna antas bli högre än vad de är idag. Om de förblir låga uppstår risken att differensen mellan de svenska och utländska långa räntorna ökar och att det påverkar kronkursen så att den stärks ytterligare.

Som påpekades av Öberg har ECB höjt sin styrränta sedan förra mötet. Bakgrunden är framför allt att höjda energi- och råvarupriser har tryckt upp inflationen i euroområdet liksom på de flesta andra håll. Det är uppenbart att ECB har velat visa att man lägger stor vikt vid att hålla inflationen i schack. Ekholms tolkning av ECB:s kommunikation är dock att man inte anser sig ha påbörjat en fas av successiva räntehöjningar, utan att det mycket väl kan bli så att man behåller nuvarande räntenivå ett tag framöver. Men som visades i Anna Lidbergs föredragning av läget på de finansiella marknaderna så har förväntningarna på styrräntorna i euroområdet skiftat upp sedan det förra mötet, vilket i sig har bidragit till att skillnaden mellan prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning för utländska styrräntor och marknadsförväntningarna utifrån implicita terminsräntor är mindre vid dagens möte än den var under hösten. Det finns dock fortfarande en skillnad och enligt Ekholms bedömning ger de implicita terminsräntorna en bättre prognos för hur de utländska styrräntorna kan förväntas utveckla sig.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** uppgav att han i stort sett delade den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk uppföljning vad gäller omvärldens inflation och BNP. Svensson påpekade att han delade Ekholms syn vad gäller antagandena om utländska styrräntor. Han har tidigare förklarat att han tycker att det normalt sett (och även denna gång) är bäst att utgå från implicita terminsräntor som prognos för omvärldens styrräntor. I huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk uppföljning antas istället högre utländska styrräntor än vad som ges av implicita terminsräntor. Detta ger upphov till en motsättning mellan huvudscenariots antaganden och de långa utländska marknadsräntor som faktiskt påverkar växelkursen. Om man istället utgår från marknadsprissättningen blir det istället ingen motsättning mellan prognosen för utländska styrräntor och hur växelkursen bestäms.

Detta har enligt Svensson varit ett stort problem under sommaren och hösten 2010 och han har utvecklat sitt resonemang i mer detalj i ett tal den 24 november 2010.¹ Problemet finns fortfarande kvar bortom tvåårs-horisonten. Det medför att kronan kan komma att stärkas mer än vad som antas i huvudscenariot och att KPIF-prognosen därmed blir lägre än vad som antas i huvudscenariot. En för stark krona bromsar exporten, industriproduktionen, sysselsättningen i industrin och investeringarna. Nivån på alla dessa variabler släpar efter i den pågående återhämtningen. När man talar om en "bred uppgång" gäller det tillväxttakten i variablerna, när man tittar på nivåerna är läget mycket ojämnt.

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

Slutligen påpekade Svensson att han delade Ekholms syn på hur man bör tolka ECB:s räntehöjning.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** påpekade att två element av osäkerhet har undanröjts på de finansiella marknaderna i Europa, vilket bidragit till en stabilisering. Den första osäkerheten gäller Portugal, som slutligen fann för gott att begära hjälp av IMF och EU. Detta var i allt väsentligt redan diskonterat bland investerarna. Det fallande förtroendet för Portugal under vintern har snarast varit knutet till att det tagit så lång tid för de ansvariga att inse att situationen var ohållbar. Men nu är alltså det osäkerhetsmomentet borta. Det återstår att se hur ett avtal kommer att se ut och framför allt om man efter valet lyckas forma en regering som förmår åtgärda de långsiktiga problemen.

Den andra osäkerheten som undanröjts, eller i alla fall minskat, gäller Irland. Där har den nya regeringen på ett trovärdigt sätt via externa konsulter gått igenom bankernas balansräkningar, bedömt storleken på hålen och sedan fattat beslut om hur hålen ska fyllas. Detta liknar mycket vad som gjordes i Sverige efter krisen på 1990-talet. Man har också lagt upp en plan för hur banksystemet ska krympas och omstruktureras. Allt detta kunde ha gjorts tidigare, och många problem återstår, men trovärdigheten på marknaden inför regeringens förmåga att lösa problemen har utan tvekan ökat. Det är dock värt att påminna om att problemen är stora. Kostnaden ligger runt 30-40 procent av BNP, vilket kan jämföras med de 3-4 procent som Sverige hade att hantera under 1990-talskrisen. Och ändå tyckte vi att vi genomlevde en svår kris.

Att osäkerheten minskat i dessa två avseenden innebär naturligtvis inte att den har försvunnit. Frågorna kring Greklands framtida skuld är fortfarande olösta och fastighetskrisen i Spanien har inte värkt ut, även om myndigheterna så här långt hanterat problemen i sparbanksväsendet. Överlag förefaller det fortfarande som om ett antal banker i Europa är ordentligt underkapitaliserade. Hur det är med den saken får man veta när resultatet av de nya europeiska stresstesterna presenteras i sommar. Man ska nog räkna med att ett antal banker kommer att falla igenom – annars blir övningen knappast trovärdig. Kriterierna är också väsentligt hårdare än vid motsvarande övning för ett år sedan. Då passerade ju ett par irländska banker, som fick kasta in handduken bara ett par månader senare.

Nyberg påpekade att investerarna inte bara vill veta vilka banker som är svagt kapitaliserade, utan också vad ansvariga politiker och myndigheter i varje land tänkt göra åt det. Det är ju precis de frågor som man just besvarat i Irland. Och klara besked om hur man ska hantera banker som inte klarar stresstestet måste vara kommunicerade till marknaden i god tid innan resultaten presenteras. Lyckas man inte med det kommer det att synas i priser och i volatilitet på marknaden. Trovärdiga besked måste dessvärre också komma från de länder, där marknaden tvivlar på att staten har råd att kapitalisera upp de banker som eventuellt inte klarar stresstestet.

Många europeiska banker, och inte minst de svenska, är starkt beroende av kortfristig finansiering från den amerikanska marknaden. Om man i Europa inte på ett trovärdigt sätt hanterat statsskuldproblem och bankproblem kan delar av den utländska finansieringen snabbt försvinna, ungefär som den gjorde under hösten 2008. Det skulle, precis som då, få effekter också på den reala ekonomin.

Trots att Nyberg såg en minskande osäkerhet i ett par avseenden trodde han att oron på de finansiella marknaderna skulle fortsätta under de kommande månaderna. Den reala utvecklingen i världen förefaller emellertid än så länge att tuffa på i god takt utan att ta nämnvärd hänsyn vare sig till jordbävningen i Japan, oroligheterna i Nordafrika eller osäkerheten på de europeiska finansmarknaderna. Nyberg delade synen i utkastet till penningpolitisk uppföljning men delade även den oro som Öberg gett uttryck för och motiverat tidigare att inflationen i omvärlden kan ta ökad fart.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** konstaterade att hittills verkade varken naturkatastrofen i Japan, politiska omvälvningar i Nordafrika och Mellanöstern eller de statsfinansiella problemen i Europa ha påverkat återhämtningen i världsekonomin. Det har inte heller varit aktuellt att göra några större revideringar av prognosen för den internationella tillväxten, bortsett från Japan. Givet de osäkerhetsfaktorer som finns kan man lätt spekulera i att utvecklingen kan ta andra vägar men hon bedömde den prognos som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning som realistisk givet den information som finns tillgänglig i dagsläget. Prognosen innebär att förutsättningarna för den svenska exporten fortsätter att vara gynnsamma.

Samtidigt har stegringen i energi- och livsmedelspriser fört med sig att den globala inflationen hamnat i fokus. Frågan är om dessa prisstegringar kan komma att få spridningseffekter till den mer underliggande inflationen. Risken för det är större i tillväxtländerna där kapacitetsutnyttjandet är högt och där det underliggande inflationstrycket redan är på väg upp. De mer utvecklade länderna har fortfarande lediga resurser och risken för en inflationsspiral borde vara mindre i de länderna. Däremot dämpas tillväxten av de högre oljepriserna och det har motiverat en viss nedjustering av tillväxtprognoserna för till exempel USA och euroområdet.

I USA har företagens investeringar börjat ta ordentlig fart, stimulerade av såväl ett stigande kapacitetsutnyttjande som av en god vinstsituation. Även den privata konsumtionen utvecklas starkt och sysselsättningen har ökat i relativt god fart under den senaste tiden. Det är viktiga tecken på en mer självbärande tillväxtprocess. Fortsätter dessa tendenser har den amerikanska ekonomin bättre förutsättningar att möta kommande finanspolitiska åtstramningar som måste till för att råda bukt med de överhängande budgetproblemen som landet har. Snaran börjar onekligen dras åt.

I Europa fortsätter den största ekonomin, Tyskland, att visa styrketecken. Viktigt i sammanhanget är att den inhemska efterfrågan har tagit fart. Det ger även en tillväxtskjuts till kringliggande handelspartners.

Wickman-Parak delade Nybergs analys av att osäkerheten som rådde kring Portugal nu är skingrad då landet har ansökt om stöd från EU och IMF och därmed fångas upp av det internationella finansiella skyddsnetet. För Spaniens del verkar det som om marknadsaktörerna, åtminstone för tillfället, inte sätter likhetstecken mellan det landet och övriga drabbade länder. Men även Spanien har i likhet med andra problemtungda länder i euroområdet en långvarig anpassningsperiod framför sig. Och på finansmarknaderna är en eventuell rekonstruktion av den grekiska statsskulden liksom statusen för banksystemen i vissa länder återkommande teman.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ställde sig bakom analysen i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Världstillväxten är god, med snabb tillväxt i Asien, en större spridning av

inflationimpulser än tidigare och framöver sannolikt också en större variation i penningpolitikens utformning då allt fler länder behöver höja styrräntan. Flera länder har redan påbörjat en åtstramning. I vissa länder kan man också vänta sig fortsatta regleringsåtgärder för att bromsa kapitalflöden, speciellt om man inte tillåter växelkursförändringar. Det är svårt att veta hur sådana åtgärder påverkar de globala obalanserna, men det kan leda till en långsammare process för att rätta till dem. Det är även svårt att bedöma vilka effekterna blir för Sverige.

Priserna på energi och råvaror stiger. Givet den goda världstillväxten menade Ingves att det var rimligt att se det som en efterfrågeeffekt där priserna troligtvis kommer att förbli höga under överskådlig framtid. Det kan även påverka inflationsförväntningarna och penningpolitiken om många försöker kompensera sig för dessa prisrörelser. Sverige kommer inte att vara ensamt om att höja styrräntan.

Utvecklingen i Nordafrika, problemen i Japan, statskuldsproblemen i Europa och arbetslösheten i USA är alla orosmoment förknippade med nedåtrisker, men det ändrade inte bilden för Ingves av en omvärld med god tillväxt och stigande inflationsimpulser. Ingves delade Nybergs analys av situationen i Europa.

Inom Sveriges närområde, Tyskland inkluderat, är utvecklingen god och inflationen stiger i Europa. Utvecklingen i Tyskland påverkar sannolikt penningpolitiken inom euroområdet och det leder till räntehöjningar vilket också har en effekt i Sverige eftersom ränteskillnaden mellan euron och kronan minskar.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** föredrog en oförändrad reporänta på 1,5 procent vid detta möte och en räntebana som först stiger långsammare och sedan snabbare än i huvudscenariot och vid slutet av prognosperioden når en nivå på cirka 3,9 procent, cirka 0,25 procentenheter över den nivå huvudscenariots bana slutar på. Denna räntebana är att föredra eftersom huvudscenariots räntebana innebär en penningpolitik som enligt Svensson inte är väl avvägd. Huvudscenariot innebär nämligen en för låg prognos för KPIF-inflationen och en för hög arbetslöshetsprognos. En oförändrad reporänta nu och sedan den räntebana han föredrar ger en bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet.

Svenssons ställningstagande utgick från att penningpolitiken ska stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Enligt Svensson är KPIF-inflationen det bästa måttet på inflationen och arbetslöshetsgapet det bästa operativa måttet på resursutnyttjandet. Skälen till detta finns att läsa i tidigare penningpolitiska protokoll och i Svenssons tal i Luleå den 8 mars i år.² Genom att stabilisera KPIF-inflationen runt 2 procent och stabilisera arbetslösheten runt den hållbara arbetslösheten blir penningpolitiken enkel, tydlig och robust. Man ska inte byta mellan olika mått på inflationen, och man ska inte byta mellan olika mått på resursutnyttjandet. Det är viktigt att Riksbanken inte kan beskyllas för att ändra i inflationsmålet för att nå en bättre

² Svensson, Lars E.O. (2011), "För en bättre penningpolitik: Fokusera på inflation och arbetslöshet", tal vid Luleå tekniska universitet 8 mars 2011.

måluppfyllelse för inflationen. Det är lika viktigt att Riksbanken inte riskerar att beskyllas för att ändra i måtten på resursutnyttjandet för att nå en bättre måluppfyllelse för resursutnyttjandet. Den risken är mindre om man använder arbetslöshetsgapet i förhållande till en tydligt annonserad och motiverad bedömning av den hållbara arbetslösheten än om man använder andra mindre transparenta och i praktiken overifierbara mått. I Svenssons Luleåtal diskuteras mer utförligt flera fördelar med arbetslöshetsgapet jämfört med andra mått på resursutnyttjandet, bland annat att det framstår som mer tillförlitligt.

Svensson hänvisade sedan till några diagram. I diagram 1 visar den gula kurvan huvudscenariots antagande om TCW-viktade utländska räntor. Den grå kurvan visar TCW-viktade utländska implicita terminräntor. Det är ganska stor skillnad mellan kurvorna bortom tvåårshorisonten och Svensson menade att det får konsekvenser för växelkursen. Kurvorna bortom treårshorisonten var Svenssons egen bedömning.

Diagram 1. Reporäntebanan, implicita terminräntor i Sverige och omvärlden och styrränteprognos för omvärlden

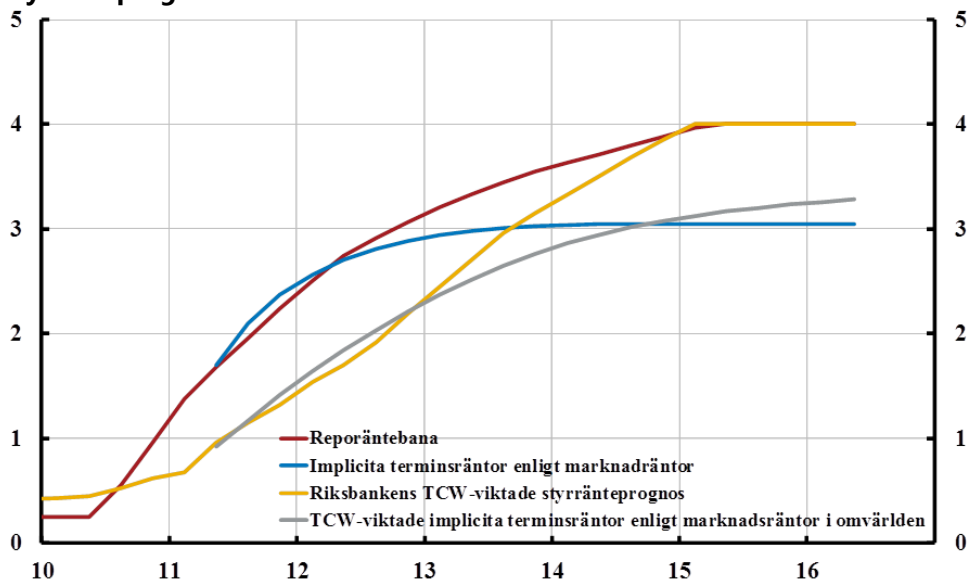
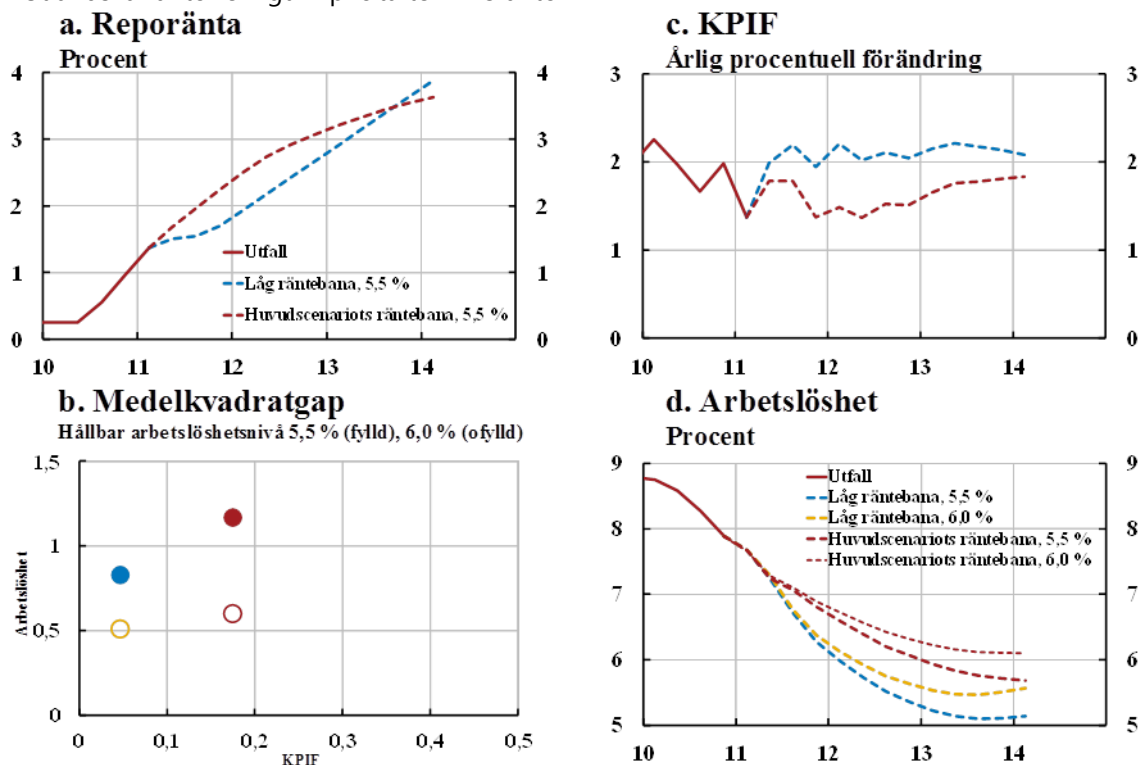


Diagram 2 visar Svenssons bedömning av effekterna på KPIF-inflationen och arbetslösheten av två olika reporäntebanor, under antagande om att utländska räntor istället ges av implicita terminräntor. Dessutom görs två antaganden om den hållbara arbetslösheten, vad som också kallas den långsiktigt hållbara arbetslösheten eller den långsiktiga jämviktsarbetslösheten, på 5,5 respektive 6 procent. Den hållbara arbetslösheten kallas i den internationella litteraturen ibland för "the steady-state equilibrium rate of unemployment". Inom Federal Reserve förekommer uttrycket "the longer-run sustainable rate of unemployment".

Diagram 2. Penningpolitiska alternativ april 2011

Utländska räntor enligt implicita terminräntor



I panel a är den röda räntebanan huvudscenariots reporäntebana. Svensson förespråkade den blå räntebanan.

Panel c visar prognoser för KPIF-inflationen under de två räntebanorna. Enligt Svenssons bedömning ger huvudscenariots räntebana en inflationsprognos – den röda kurvan – som är lägre än 2 procent under hela prognosperioden. Antagandet om utländska räntor enligt implicita terminräntor gör att inflationsprognosen ligger lägre än huvudscenariots KPIF-prognos i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Svenssons räntebana ger enligt hans bedömning en prognos – den blå kurvan – något över och tydligt närmare 2 procent. Den ger tydligt bättre måluppfyllelse för KPIF-inflationen. Prognosen för KPIF-inflationen beror i detta fall mycket litet på vilket antagande man gör om den hållbara arbetslösheten – det är för litet för att synas i panel c.

Panel d visar prognoser för arbetslösheten under de två antagandena om den hållbara arbetslösheten för de olika räntebanorna. Prognoserna för arbetslösheten beror på antagandet om den hållbara arbetslösheten. Svensson utgick från sin bedömning av den hållbara arbetslösheten på 5,5 procent. Den tjocka röda kurvan visar Svenssons arbetslöshetsprognos med huvudscenariots räntebana när utländska styrräntor baseras på implicita terminräntor. Den blå kurvan visar arbetslöshetsprognosen med Svenssons räntebana. Den blå kurvan faller brantare än den röda och slutar något under 5,5 procent. Den leder till ett mindre arbetslöshetsgap och bättre måluppfyllelse i förhållande till 5,5 procent än den röda kurvan. Svensson menade att det faktum att arbetslösheten blir lägre än 5,5 procent ett tag vid slutet av prognosperioden motverkar de

persistensproblem som högre arbetslöshet tidigare kan ha gett upphov till och bidrar till att locka tillbaka folk till arbetskraften.

Svenssons räntebana ger således bättre måluppfyllelse för både KPIF-inflation och arbetslöshet än huvudscenariots räntebana under antagandet att utländska styrräntor baseras på implicita terminräntor. Detta ser man också i panel b, där man ser att medelkvadratgapen för inflation och arbetslösheten båda blir mindre för denna räntebana än för huvudscenariots räntebana. Den blå fyllda punkten ligger till vänster och nedanför den röda fyllda punkten. Man skulle kunna argumentera för att en räntesänkning nu skulle ge ännu bättre måluppfyllelse, men samma effekt kan i viss utsträckning uppnås genom att räntebanan ökar långsamt i början.

Om man istället utgår från antagandet om en hållbar arbetslöshet på 6 procent så visar prognoserna i panel d och medelkvadratgapen i panel b (de ofyllda punkterna) att måluppfyllelsen för arbetslösheten i förhållande till 6 procent fortfarande blir bättre med den räntebana han förespråkar än med huvudscenariots.

Detta är ett exempel på känslighetsanalys av konsekvenserna av olika antaganden om den hållbara arbetslösheten. Vilket antagande är då rimligt? Svenssons preliminära bedömning är att den hållbara arbetslösheten är 5,5 procent.

Vad som hänt sedan förra mötet är att Finansdepartementet publicerat en rapport med detaljerade uppskattningar av den hållbara arbetslösheten, som där kallas jämviktsarbetslösheten, och reviderat ner den till 5 procent. Enligt Svensson är analysen av god kvalitet och med god marginal det bästa som hittills gjorts i denna fråga. Dessutom har Konjunkturinstitutet reviderat ner sin syn på jämviktsarbetslösheten ungefär 0,5 procentenhet till nära 6 procent. Svenssons bedömning på 5,5 procent är således ett genomsnitt av Konjunkturinstitutets och Finansdepartementets. Det är angeläget att Riksbanken nu lägger ner betydande resurser på att fortsättningsvis skatta den hållbara arbetslösheten. Riksbankens gamla bedömning på cirka 6,5 procent behöver enligt Svensson ses över och tar inte hänsyn till ny information om arbetsmarknaden och dess funktionssätt.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** tyckte att bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen i den penningpolitiska uppföljningen i stort sett är rimlig. Den enda större revidering sedan i februari är att KPI-inflationen nu är mycket högre än vi då räknade med. I genomsnitt beräknas den bli 2,9 procent per år under prognosperioden. I februari räknade vi med att den skulle bli i genomsnitt 2,4 procent per år. KPIF-inflationen beräknas däremot bli i genomsnitt densamma som i februari, 1,8 procent.

Den underliggande inflationen är för närvarande låg och kommer förmodligen att förbli låg i år. Men Öbergs bedömning var att inflationen riskerar att bli högre än prognosen, särskilt under 2012 och 2013. Det finns tre skäl till det. Det första är att genomslaget från stigande världsmarknadspriser på den svenska inflationen kan bli större än vi räknar med. Det andra är att den höga KPI-inflationen kan få ett genomslag i inflationsförväntningarna och i de kommande löneförhandlingarna. Det tredje är risken för överhettning på arbetsmarknaden.

Bristen på arbetskraft är redan hög i många branscher. Detta trots att arbetslösheten är högre än genomsnittet för de senaste tio åren före krisen. Det tyder på ökade

matchningsproblem på arbetsmarknaden. Även den så kallade Beveridge-kurvan tyder på ökade matchningsproblem.³ Löneförväntningarna på ett och två års sikt har också stigit påtagligt det senaste året. Det kan innebära problem för lönebildningen.

Enligt prognosen bedöms lönerna öka med i genomsnitt cirka 3,5 procent per år och att det är förenligt med att inflationen på sikt blir cirka 2 procent. Men samtidigt är det i högsta laget med hänsyn till inflationen, som också är i högsta laget. Något lägre löneökningar skulle vara bra både för att hålla nere inflationen och för att sänka arbetslösheten.

Öberg ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan till 1,75 procent och den räntebana som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Med utgångspunkt från vad vi vet idag om den ekonomiska utvecklingen hade det varit att föredra att räntebanan höjts så att den hade varit förenlig med räntehöjningar vid varje möte i år. Öbergs bedömning var redan i februari att räntebanan borde vara något brantare och bedömningarna i prognoserna sedan i februari stärker den bedömningen. Även förväntningarna enligt prissättningen på marknaden och enligt enkäter och marknadsbedömare är något högre än räntebanan fram till årsskiftet.

Men skillnaden i bedömning är liten och osäkerheten om reporäntan i slutet av året är stor. Det är därför inget skäl att reservera sig mot räntebanan. Det är viktigare att vi fattar beslut om att höja reporäntan än vad räntebanan är längre fram. Skälen för det har utvecklats i tal av Öberg tidigare i år. Öberg noterade också att det poängteras i uppföljningen att en viktig förutsättning för att inte justera upp räntebanan idag är att den höga KPI-inflationen inte mer påtagligt sätter avtryck i olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och i lönebildningen.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** föredrog liksom Lars Svensson en oförändrad ränta vid dagens möte och en räntebana där reporäntan först höjs långsammare och sedan snabbare än i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Hon angav ett par skäl till detta ställningstagande när det gäller det penningpolitiska beslutet. Som hon tidigare nämnt har bedömningen att utländska styrräntor kan förväntas utveckla sig i något lugnare takt än i uppföljningens prognos betydelse. Om de utländska räntorna på lite längre löptider förblir låga medan de svenska stiger så att ränteskillnaderna gentemot utlandet ökar kan det leda till ytterligare förstärkningar av kronan, vilket skulle verka nedpressande på inflationen och resursutnyttjandet via minskad nettoexport. Detta utgör ett argument för en något mer expansiv penningpolitik än i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

I någon mening har dock detta argument blivit mindre tungt vägande jämfört med i höstas, eftersom skillnaden mellan uppföljningens prognos för de utländska styrräntorna och den prognos som tycks vara inkorporerad i marknadsförväntningarna är mindre än vad den var då. Men som princip så måste en annan bedömning av vad som är en rimlig prognos för de utländska styrräntorna följas av en annan bedömning av vad som är en lämplig räntebana för Sverige, givet att man tror att räntedifferensen påverkar växelkursen och växelkursen i sin tur påverkar inflation och resursutnyttjande.

Som Svante Öberg påpekade är den underliggande inflationen i dagsläget låg – KPIF-inflationen är under 2 procent och de senaste siffrorna kom också in lägre än vad som

³ Beveridge-kurvan visar sambandet mellan antalet vakanser och arbetslösheten.

prognosticerades i PPR från februari. Som nämndes av David Vestin när han föredrog utkastet till penningpolitisk uppföljning så kan förstärkningen av kronkursen under senare tid vara en faktor bakom den låga underliggande inflationen. Enligt prognosen i uppföljningen kommer inflationen mätt med KPIF ligga klart under 2 procent under en stor del av prognosperioden. Inte förrän första halvåret 2013 kommer KPIF-inflationen upp till 2 procent. I ljuset av att resursutnyttjandet fortfarande av allt att döma är lägre än normalt innebär detta att man kan argumentera för att det finns utrymme för en mer expansiv penningpolitik, helt oavsett vad man tror om de utländska styrräntorna.

Ett potentiellt motargument är det som Svante Öberg påpekade, nämligen att inflationen mätt med KPI nu ligger klart över målet på 2 procent och att detta är något som skulle kunna leda till höjda inflationsförväntningar och eventuellt till högre löneökningar än vad som är förenligt med en underliggande inflation nära 2 procent. I dagläget räknar vi dock med att inflationsförväntningarna faktiskt förblir förankrade nära inflationsmålet och att löneökningarna hamnar på nivåer som är förenliga med målet.

Inflationsförväntningarna har krupit upp en del under senare tid, men de mer långsiktiga förväntningarna, på 5 års sikt, verkar ändå ligga ganska nära 2 procent. Rapporteringen kring att inflationen mätt med KPI har hamnat en bit över målet på 2 procent har också varit ganska tydlig med att huvudskälet är de räntehöjningar som genomförts under senare tid och alltså inte har med den underliggande inflationen att göra. Samtidigt finns det en risk förknippad med att bristtalen har ökat och många företag rapporterar brist på arbetskraft trots den relativt höga arbetslösheten. Detta är en faktor som gör att man kan oroa sig för att löneökningarna kan komma att bli högre än vad de brukar i motsvarande konjunkturläge. Det blir viktigt för Riksbanken att följa noga hur detta utvecklar sig när det är dags för nya avtalsförhandlingar till hösten och nästa vår.

Ekholm menade att det sammantaget är motiverat med en något mer expansiv penningpolitik än den som ges av huvudscenariots räntebana. Hon var också för en något annorlunda profil på räntebanan än den som finns i utkastet till penningpolitisk uppföljning, nämligen en där räntan stiger långsammare i början och snabbare i slutet av prognosperioden. Det är mycket svårt att bedöma hur en annorlunda profil på räntebanan påverkar inflationen – det beror på hur tidsfördröjningen mellan ränteförändringar och effekten på inflationen ser ut och om detta råder det stor osäkerhet. Enligt Lars E.O. Svenssons beräkningar skulle KPIF-inflationen kunna hamna närmare 2 procent med långsammare räntehöjningar i början och snabbare räntehöjningar i slutet av prognosperioden. Men dessa prognoser är, enligt Ekholms bedömning, behäftade med stor osäkerhet. För henne finns det dock ett starkt skäl till varför en annan profil på räntebanan skulle vara att föredra och det är att det skulle kunna minska persistensproblemen på arbetsmarknaden. Det har viss betydelse hur snabbt resursutnyttjandet ökar för hur persistent arbetslösheten blir. Om arbetslösheten inte trycks ned snabbt ökar risken att vissa grupper slås ut från arbetsmarknaden.

Sammanfattningsvis förordade Ekholm dels en oförändrad ränta vid dagens möte, dels en räntebana som stiger långsammare i början och snabbare i slutet av prognosperioden och som slutar något över räntebanan i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, vid cirka 3,9 procent.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** noterade att i Sverige har den positiva konjunkturutvecklingen fortsatt ungefär som förväntat. Ingenting har hänt som gör att

det finns skäl att ompröva den övergripande bilden från det senaste penningpolitiska mötet. Att skillnaden mellan KPI och den underliggande inflationen ökat något mer än Riksbanken och andra prognosmakare trodde ändrar inte på detta. Det är därför rimligt att låta räntebanan ligga oförändrad som föreslaget och att höja reporäntan med en kvarts procentenhet vid dagens möte.

Det finns tre frågor som det finns särskild anledning att följa uppmärksam. Den första gäller lönebildningen. Det konjunkturläge som möter arbetsmarknadens parter under hösten är ju överlag ett helt annat än vid den förra förhandlingsrundan. Det förefaller också som om resursläget snabbt håller på att bli ansträngt inom ett antal branscher, medan arbetslösheten totalt sett förblir förhållandevis hög. Hur detta läge på arbetsmarknaden kommer att påverka både utgången av förhandlingarna och eventuell löneglidning därutöver återstår att se. Men resultatet blir centralt för diskussionerna av den framtida reporäntan.

Den andra frågan gäller inflationsförväntningarna. När inflationen mätt som KPI stigit så pass snabbt som den gjort under den senaste tiden, mycket till följd av Riksbankens egna räntehöjningar, är det lätt hänt att inflationsförväntningarna följer med upp. Inflationstrycket i ett antal andra länder har ju också stigit. Men i Sverige har inflationsförväntningarna inte stigit nämnvärt, särskilt inte de mer långsiktiga. Hur inflationsförväntningarna utvecklas under de närmaste månaderna blir också av stor vikt för diskussionerna om den framtida reporäntan.

Den tredje frågan som förtjänar extra uppmärksamhet är växelkursen. Att kronan apprecierat under det senaste året är inte så förvånande med tanke på den starka svenska konjunkturen och de räntehöjningar Riksbanken gjort. Apprecieringen har också medverkat till att den stigande utländska inflationen inte fått så starkt genomslag i Sverige. Nu har ju ECB gjort sin första höjning och euroområdet ränteförväntningar har anpassats uppåt. Rimligen minskar detta apprecieringstrycket på kronan, vilket ju också skett i närtid. Men kronans utveckling blir under de närmaste månaderna viktig för utvecklingen av efterfrågan och inflation i Sverige och därmed också för penningpolitiken.

Nyberg ansåg att det fanns en fråga som man inte behöver bekymra sig så mycket om för närvarande som tidigare, och det är hushållens skulder. Här har ju utvecklingstakten tydligt dämpats och huspriserna, som starkt samvarierar med skulderna, har planat ut. Direktionen har ju aldrig höjt räntan i syfte att minska skulderna eller dämpa huspriserna, men det har funnits en oro för att utvecklingen skulle fortsätta så att den i längden blir ohållbar och på sikt leda till bekymmer också för penningpolitiken. Den oron var Nyberg beredd att åtminstone tillfälligt lägga på hyllan, men menade att han gärna skulle ändra sig om skuldökningen åter skulle ta fart.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ställde sig bakom den analys av utvecklingen i den svenska ekonomin som görs i den penningpolitiska uppföljningen. Den bild som tecknades i den penningpolitiska rapporten i februari står sig i stora drag. Tillväxten fortsätter även framöver på en god nivå men i något långsammare takt. Resursutnyttjandet normaliseras, investeringarna stiger och arbetslösheten faller. KPI-inflationen ligger långt över målet och KPIF-inflationen närmar sig gradvis två procent. Sammantaget leder det här till att räntan nu behöver höjas samtidigt som räntehöjningarna torde fortsätta ungefär som vi

angett tidigare. För att vi ska klara vårt inflationsmål behöver räntenivån anpassas till konjunkturbilden. Det förutsätter att löneutvecklingen blir ungefär som i vår prognos, dvs. löneökningarna behöver vara måttliga. Det förutsätter också att inflationsförväntningarna förblir förankrade kring inflationsmålet, i synnerhet förväntningarna på lite längre sikt. Om dessa förutsättningar inte uppfylls kan det finnas skäl att ompröva bilden.

Konjunkturbilden är skäl i sig att höja reporäntan. En räntehöjning bidrar också till en lugnare utveckling på lånemarknaden. I kombination med finansinspektionens lånetak bör hushållens skuldsättning öka i långsammare takt framöver. För att uppnå den effekten bör penningpolitiken inte kompensera för den ökade skillnaden mellan boräntor och reporäntan som vi nu ser.

Prognosen om att arbetslösheten faller till i genomsnitt 6,4 procent under 2013 är rimlig. Det råder ännu stor osäkerhet om utvecklingen på arbetsmarknaden för att det ska gå att fastställa huruvida arbetslösheten bottnar på denna nivå eller på en ännu lägre nivå. Det här är naturligtvis något som vi får återkomma till längre fram efter mera detaljerade studier. Andra centralbanker har börjat höja sin styrränta. Detta minskar apprecieringstrycket på växelkursen, vilket också syns i växelkursprognosen. Det här betyder att inflationsimpulser från omvärlden kan bli större längre fram. Men växelkursprognoser är genuint svårt att göra och oförutsedda händelser kan ändra bilden.

Sverige har nu en expanderande ekonomi och vi behöver fokusera på en balanserad utveckling när vi har lågkonjunkturen bakom oss. En risk med att inte höja reporäntan nu, när räntenivån är låg i förhållande till andra konjunkturuppgångar, är att räntan måste höjas kraftigt längre fram. Nuvarande strategi med gradvisa höjningar är ett säkrare val, särskilt när vi börjat höja i ett läge med lång väg mot den räntenivå man kan vänta sig under någorlunda normala förhållanden.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** konstaterade att statistiken som speglar den reala utvecklingen inte har bjudit på några större överraskningar och prognosen från februari står sig väl. Allt tyder på att vi kommer att ha en god tillväxt även om takten, som väntat, dämpas i förhållande till den kraftfulla rekylen förra året.

De indikatorer vi har över arbetsmarknaden pekar mot att sysselsättningen blir något högre den närmaste tiden än vi räknade med i februari och prognosen för i år har justerats upp en aning.

När det gäller resursutnyttjandet är det slående hur snabbt kapacitetsutnyttjandet i industrin har återhämtat sig. Andra, beräknade mått, pekar också på ett stigande resursutnyttjande. Den så kallade RU-indikatorn visar redan på ungefär normalt resursutnyttjande medan tim-gap och BNP-gap är på väg att slutas och ligger något över normalt i slutet av prognosperioden. Arbetslösheten beräknas falla ner mot cirka 6,5 procent 2013. Som Wickman-Parak upprepade gånger sagt vid de penningpolitiska mötena är det mycket angeläget att noga följa indikatorer som kvarvarande lediga platser, arbetskraftsbrist m.m. för att följa hur smidigt den ökade efterfrågan på arbetskraft kommer att kunna mötas. Givet det tidsperspektiv penningpolitiken arbetar med är det mer relevant att analysera olika indikatorer på arbetsmarknaden för att spåra trögheter och risken för flaskhalsar än att diskutera var den långsiktigt uthålliga arbetslösheten kan ligga. Det är en klok strategi att använda sig av flera olika mått när det

gäller resursutnyttjandet. Det finns inget mått som ensamt kan bilda bas för de penningpolitiska övervägandena.

Den underliggande inflationen, mätt med KPIF, har justerats ned för i år beroende på lägre utfall än väntat under första kvartalet. Det underliggande inflationstrycket är lågt i utgångsläget men allteftersom konjunkturen och arbetsmarknaden stärks kommer det att tillta. I slutet av prognosperioden beräknas KPIF ligga nära 2 procent.

Enligt Wickman-Parak behöver reporäntan höjas med 0,25 procentenheter och sedan höjas på det sätt som räntebanan i rapporten utvisar. Det här är en balansgång; vi ska inte strypa tillväxten i onödan men samtidigt inte riskera att hamna i en situation med överhettningstendenser och en inflation som hamnar över målet. Den balansgången innebär helt enkelt att vi behöver lätta på gasen. För det är just det som det handlar om; den reala reporäntan kommer vara fortsatt låg.

Wickman-Parak kommenterade även inflationsförväntningarna. De har som bekant stigit den senaste tiden framför allt på ett och två års sikt. Dessa förväntningar påverkas i hög grad av den faktiska inflationen. Den höga KPI-inflationen, som ju påverkas av räntehöjningarna, har dock inte satt några mer märkbara avtryck i de långsiktiga förväntningarna. Riksbanken får givetvis vara observant på hur förväntningarna utvecklas framöver och hur det i sin tur kan påverka ekonomins aktörer. Flera har redan nämnt de stundande avtalsförhandlingarna i sammanhanget. Det här är givetvis viktiga aspekter men samtidigt finns det inte fog för alarmism så här långt.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** anknöt till tidigare kommentarer. Riskerna för större löneökningar än vad som antas i huvudscenariot är liten. Det faktum att nästan 400 000 personer är arbetslösa, att sysselsättningen i industrin drabbats hårt och släpar efter och att industrin brukar vara löneledande kommer rimligtvis att få en återhållande effekt på lönerörelsen. Skulle ändå lönerna komma att öka mer kommer det att synas i tid och kan tas hänsyn till i framtida inflationsprognoser.

Inflationsförväntningarna har ju gått upp något på kort sikt, vilket inte är så konstigt när KPI-inflationen är hög på kort sikt. Det viktiga är att inflationsförväntningarna på fem års sikt verkar stabila och ligger nära 2 procent. Det är viktigt att komma ihåg att inflationsförväntningarna inte är ett separat mål för penningpolitiken utan bör spela roll för penningpolitiken bara i den utsträckning de påverkar inflationen och resursutnyttjandet.

När det gäller förekomsten av flaskhalsar och brist på arbetskraft inom vissa sektorer bör de, som vi diskuterade vid förra penningpolitiska mötet, bara påverka penningpolitiken i den utsträckning de påverkar löner, inflationstryck och inflationsprognosen. De påverkar normalt inte den hållbara arbetslöshetsnivån och påverkar inte arbetslöshetsgapet som mått på resursutnyttjandet och målvariabel.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, sammanfattade den penningpolitiska diskussionen. En majoritet i direktionen delar synen i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Det har inte skett några avgörande förändringar i förhållande till analysen i den penningpolitiska rapporten i februari. Mot den bakgrunden är det majoritetens uppfattning att reporäntan bör höjas idag och att reporäntebanan bör lämnas oförändrad i förhållande till den penningpolitiska rapporten. Många direktionsmedlemmar har

påpekat att förändringar i löneökningstakterna eller inflationsförväntningar kan komma att påverka framtida beslut om reporäntan. Den underliggande inflationen är fortfarande låg i Sverige samtidigt som KPI-inflationen är hög till följd av stigande bostadsräntor. Direktionen har även diskuterat vad som sker på arbetsmarknaden, vilket kommer att utvecklas mer i kommande analyser. En minoritet förordar att lämna styrräntan oförändrad och en räntebana som först stiger långsammare och sedan snabbare än banan i uppföljningen och vid slutet av prognosperioden når en nivå på cirka 3,9 procent. Deras ställningstagande grundar sig på att KPIF-inflationen då blir närmare 2 procent och att arbetslösheten faller snabbare mot en hållbar nivå, i synnerhet om utländska räntor inte antas bli högre än utländska implicita terminräntor.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen onsdagen den 20 april 2011 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,75 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 27 april,
- att onsdagen den 20 april 2011 kl 9:30 offentliggöra beslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 3 maj 2011 kl 9:30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm och vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet att höja räntan till 1,75 procent och mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen.

De förordade en reporänta på 1,5 procent och sedan en räntebana som först stiger långsammare och sedan snabbare än banan i uppföljningen och vid slutet av prognosperioden når en nivå på cirka 3,9 procent. 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