



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2011-07-04
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
Karolina Ekholm
Lars Nyberg
Barbro Wickman-Parak
Lars E. O. Svensson
Svante Öberg

Sigvard Ahlzén
Hanna Armelius
Claes Berg
Johanna Eklund (§1)
Eric Frieberg
Gudrun Gunnarsdottir (§1)
Ann-Christine Högberg
Cecilia Roos-Isaksson
Per Jansson
Johanna Jeansson
Anna Lidberg (§1)
Tomas Lundberg
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Ulf Söderström
David Vestin

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

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Gudrun Gunnarsdottir från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten. Situationen på de finansiella marknaderna har i stor utsträckning präglats av oron kring den statsfinansiella situationen i Grekland. Den har lett till en ökad volatilitet och minskad riskaptit på de finansiella marknaderna. Den kortsiktiga efterfrågan på dollar har stigit och kreditspreadar har ökat.

De svenska bankernas finansieringssituation har delvis påverkats av utvecklingen i Grekland. Likviditeten på de korta kron-, dollar- och euromarknaderna har försämrats. Den största risken för de svenska bankerna bedöms vara brist på tillgång till finansiering i dollar. Just nu finns det dollar att tillgå men löptiderna har förkortats och priserna har stigit. Däremot påverkades inte de svenska bankerna av att den danska banken Fjordbank gick omkull.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i april har börskurserna och statspappersräntor fallit och kronan försvagats. Även de penningpolitiska förväntningarna mätta med justerade implicita terminräntor har skiftat ner med nästan 50 punkter på ett och två års horisont i Sverige. Enligt prissättningen på marknaden förväntas två ytterligare höjningar av reporäntan i år. Prosperas enkät visar på penningpolitiska förväntningar som ligger högre och mer i linje med reporäntebanan. De stora bankernas och Konjunkturinstitutets (KI:s) prognoser för reporäntan uppvisar relativt små avvikelser sinsemellan och ligger spridda runt reporäntebanan.

En liknande utveckling som i Sverige har även skett internationellt. De penningpolitiska förväntningarna som kan utläsas ur implicita terminräntor har sjunkit i USA och Storbritannien. I euroområdet förväntas ECB höja räntan i veckan till 1,5 procent, men förväntningar om utvecklingen därefter har skiftat ned.

Christina Nyman från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 14, 15 och 21 juni. På ett möte med direktionen den 28 juni bordlades texten. Den viktigaste nya informationen som inkommit för svensk del sedan det penningpolitiska mötet i april har varit BNP för första kvartalet, inflationen i april och maj och arbetslösheten i mars till maj. Utfallen för samtliga dessa variabler har legat väl i linje med aprilprognoserna och har därför bara gett upphov till små revideringar. Oljepriset har varierat mycket under perioden och ligger nu lite lägre än i april.

Sedan sista prognosmötet med direktionen den 21 juni har det kommit ny statistik över arbetslösheten i maj, som var något högre än prognosen, och utrikeshandeln med varor, som blev något starkare än förväntat. Nya siffror över detaljhandels omsättning var dock något svagare än väntat. Konjunkturbarometern har dämpats en aning, men tyder fortfarande på en stark utveckling, medan inköpschefsindex föll under sitt historiska medelvärde i juni. Det har även kommit in svag konsumtionsstatistik från USA. Sammantaget har allt detta lett till att BNP-prognosen nu ser lite svagare ut på kort sikt medan bilden på lite längre sikt står sig. Sveriges ekonomi går nu in i en mer normal tillväxtfas precis som förväntat i april. Däremot har osäkerheten för den globala ekonomin ökat.

I omvärlden är utvecklingen splittrad. Tillväxtekonomierna i Asien har åtstrammingsbehov, medan återhämtningen i Europa och USA fortfarande är långsam. Efter en period av hög tillväxt normaliseras nu situationen i svensk ekonomi. Det återstår dock en viss återhämtning på arbetsmarknaden. Resursutnyttjandet blir normalt eller något över normalt under prognosperioden. KPI-inflationen ligger klart högre än målet men KPIF-inflationen ligger mer i linje med målet på 2 procent. I perioder med stora förändringar i

reporäntan ger KPIF en bättre bild av inflationstrycket. På längre sikt sammanfaller dock de båda måtten.

Enligt utkastet till penningpolitisk rapport behöver reporäntan gradvis höjas mot mer normala nivåer för att stabilisera inflationen runt målet på 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport är oförändrad jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april. Reporäntan höjs succesivt till 3,8 procent tredje kvartalet 2014.

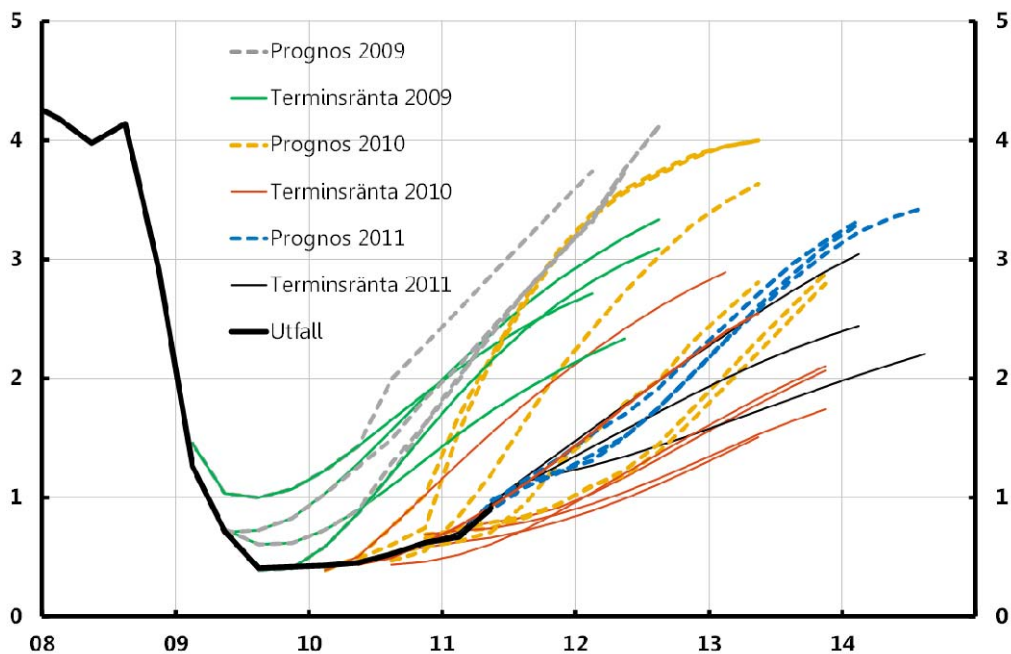
§2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att säga att han i stort sett delade den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk rapport vad gäller inflation och BNP. Däremot såg han, som tidigare, ett problem när det gäller antagandet om utländska räntor och prognosen för utländska styrräntor. Prognosen för utländska styrräntor har under lång tid systematiskt legat för högt. En för hög prognos för utländska styrräntor leder till en bias mot en för hög reporäntebana, allt annat lika. En högre utländsk räntebana leder ju allt annat lika, via ränteskillnaden mellan Sverige och utlandet, till en svagare kronprognos. För att motverka detta måste den svenska räntebanan ligga högre.

Svensson visade exempel på detta i diagram 1. Den svarta heldragna linjen visar utfallet för en TCW-viktad utländsk styrränta. Tjocka streckade linjer visar Riksbankens prognoser för utländska styrräntor vid de penningpolitiska mötena från och med 2009, olika färger för olika år. Tunna heldragna linjer visar justerade implicita terminsräntor för TCW-viktad styrränta. Riksbankens prognoser ligger långt över de implicita terminsräntorna. Detta syns ännu tydligare när man ser på prognoser, terminsräntor och utfall för de enskilda styrräntor som ingår i TCW, till exempel USA:s federal funds rate. De implicita terminsräntorna ligger i flera fall över utfallet för styrräntorna, men de är klart bättre prognoser än Riksbankens prognoser. Det hade alltså varit bättre att utgå från implicita terminsräntor än att göra egna prognoser. Eftersom prognosen för utländska styrräntor har så stor effekt på Riksbankens räntebana ansåg Svensson att det var bättre att utgå från implicita terminsräntor som ju bestäms utanför Riksbanken, såvida man inte har tydliga skäl till att avvika från dessa.

Diagram 1. Riksbankens prognoser, implicita terminsräntor och TCW-viktad styrränta

Procent



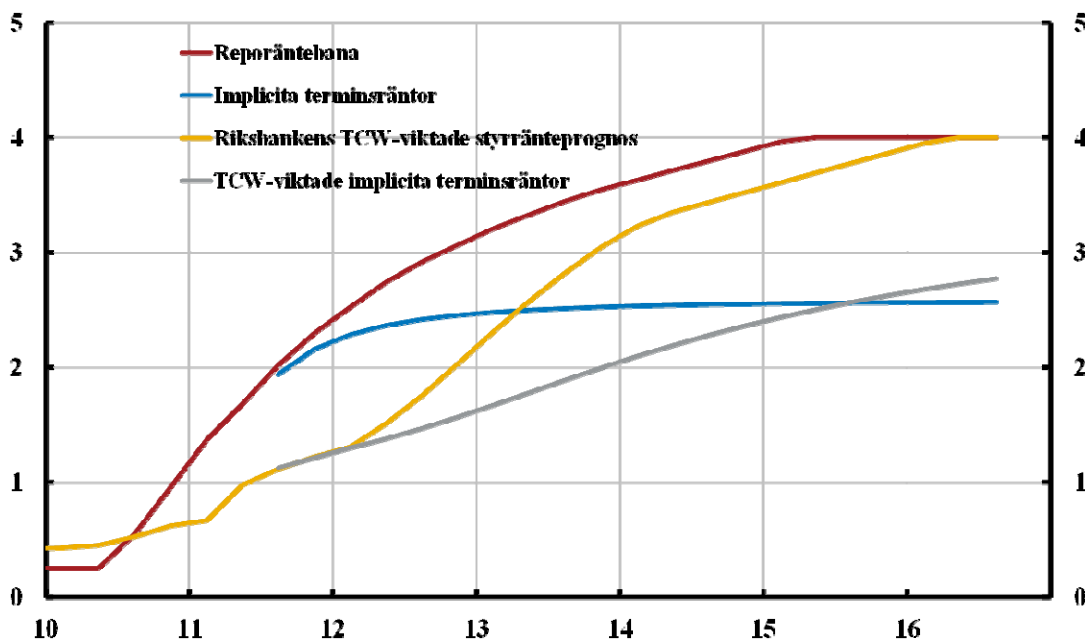
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Not: De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier med en tumregel.

Ibland har Riksbankens höga prognoser för utländska styrräntor motiverats med att nuvarande låga utländska räntor inte stämmer med Riksbankens modeller och historiska samband. Nuvarande situation i omvärlden och i Sverige är dock mycket speciell. Modeller och historiska samband fungerar bra i normala omständigheter men kanske inte så bra under nuvarande mycket speciella omständigheter. Om det är skillnad mellan modell och verklighet ansåg Svensson att det bör vara verkligheten som gäller.

Diagram 2. Reporäntebanan, terminsräntor och styrränteprognoiser

Procent



Källor: Nationella källor, Reuters EcoWin, Riksbanken och egna beräkningar

Not: De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier med en tumregel.

Svensson fortsatte med att hänvisa till diagram 2 där den gula linjen visar nuvarande prognos för TCW-viktade utländska styrräntor. Den grå linjen visar TCW-viktade justerade implicita terminsräntor. Svensson har förlängt prognosen och de implicita terminsräntorna fem år framåt. Prognosen ligger högt över de implicita terminsräntorna och ger upphov till ett stort skift uppåt i Riksbankens räntebana. Det finns ingen diskussion i utkastet till penningpolitisk rapport av dessa viktiga omständigheter, och det finns ingen motivering till denna höga prognos, trots att den har mycket stora konsekvenser för räntebanan. Om prognosen avviker från implicita terminsräntor är det viktigt att diskutera och motivera sådana avvikelser. En sådan motivering kan till exempel bygga på en analys av den penningpolitiska avvägningen i euroområdet, Storbritannien och USA. Svensson menade att det var viktigt att avvikelserna inte verkade godtyckliga. Det får inte uppstå någon misstanke om att man gör höga prognoser för utländska räntor för att motivera en hög reporäntebana.

Sammanfattningsvis hävdade Svensson alltså att prognosen för utländska räntor ligger mycket för högt och att det bidrar till en för hög räntebana. Svensson ansåg att det av flera skäl var bättre att denna prognos utgår från utländska implicita terminsräntor. Det var viktigt att i framtiden bevaka denna fråga och eventuella avvikelser från implicita terminsräntor bör vara välmotiverade och noggrant diskuterade, menade Svensson.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon i stort sett delade den bedömning som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon menade att det finns ett par särskilt svåra frågor som man behöver ta ställning till för att göra en prognos för inflation och BNP i omvärlden. En är vad man ska förvänta sig när det gäller utvecklingen

i euroområdet givet problemen med svaga statsfinanser i flera av länderna. I närtid är det utvecklingen i Grekland som skapar en hel del osäkerhet och risker när det gäller den finansiella stabiliteten i Europa. Men på lite längre sikt finns det också uppenbara problem med att genomföra tillräckligt starka budgetkonsolideringar för att statsfinanserna ska vara långsiktigt hållbara i flera andra länder, vilket hon tyckte beskrivs väl i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport. Prognosen för huvudscenariot i utkastet bygger på antagandet att länderna i euroområdet ändå lyckas att hantera statsskuldproblematiken så att det inte uppstår stora problem med den finansiella stabiliteten. Det tyckte Ekholm var ett rimligt antagande, även om hanteringen hittills inte framstår som vidare effektiv. Det är också rimligt att lägga viss sannolikhet vid att man inte lyckas hantera situationen så väl utan att det blir mer av en regelrätt krisituation, vilket är ett scenario som analyseras i kapitel 2.

Ekholm menade att en annan svår fråga är hur man ska se på den avmattning av återhämtningen i den amerikanska ekonomin som har blivit tydlig under senare tid. En knäckfråga är om avmattningen helt drivs av tillfälliga faktorer – som höjt bensinpris som dämpar övrig privat konsumtion och minskad tillgång till japanska insatsvaror till följd av jordbävningen där – eller om det handlar om en mer varaktig dämpning. I prognosen antas att det i huvudsak handlar om tillfälliga faktorer och det tyckte hon återigen var ett rimligt antagande. Men om utfallssiffror inte visar på en skjuts uppåt i tillväxten under andra halvan av 2011 bör detta antagande kanske revideras och Riksbanken får då kanske räkna med att strukturella svagheter i den amerikanska ekonomin spelar en större roll än vad som hittills antagits.

Återigen var hon dock skeptisk till prognosen för de utländska styrräntorna av samma skäl som Svensson tidigare anfört. Under de första kvartalen följer prognosen marknadsförväntningarna så som de kan utläsas av implicita terminräntor, men sedan börjar den avvika uppåt och den avvikelser blir successivt större under prognoshorisonten. Ekholm tyckte fortfarande det var oklart varför man ska förvänta sig betydligt högre räntor än vad de implicita terminräntorna tyder på, även om hon inte har något principiellt emot att prognosen avviker från marknadsförväntningarna. Liksom tidigare tyckte hon att det ekonomiska läget i de valutaområden som har stor vikt i TCW, det vill säga euroområdet, USA och Storbritannien, är sådant att det är svårt att tro att räntorna skulle stiga snabbt framöver.

ECB har visserligen höjt sin styrränta på grund av stigande inflation och har signalerat ytterligare en höjning vid nästa möte. Men med de problem som råder i stora delar av euroområdet är det svårt att tro att dessa räntor skulle stiga i någon snabbare takt. När det gäller USA och Storbritannien är den realekonomiska utvecklingen så svag och behoven av budgetkonsolidering så stora att det även med stigande inflation är svårt att se varför centralbankerna skulle vilja höja styrräntan i någon snabbare takt.

Ekholm påpekade att de utländska styrräntorna har reviderats ned i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen från april, men de ligger alltså fortfarande betydligt över de styrräntor som tycks förväntas på marknaden. Varför detta spelar roll hade Svensson redan förklarat. Svenska och utländska räntor är sammanlänkade via växelkursen, vilket innebär att prognosen för utländska styrräntor får konsekvenser för prognosen för den svenska reporäntan.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** påpekade att de finansiella marknaderna, trots förra veckans alla vändningar, åtminstone i vår del av världen fortfarande domineras av rykten och spekulationer om vad som fortsättningsvis ska hända i Grekland. Grekland är ekonomiskt ett ganska litet land, bara några få procent av BNP inom EU-området, och finansiellt är det ännu mindre. Ekonomiskt sett borde det ha lönat sig att finna en lösning på den grekiska krisen för länge sedan, givet kostnaden i form av sämre fungerande marknader och fallande börser som osäkerheten fört med sig. Men nu är Grekland en del av euroområdet och det gör att krisen måste lösas politiskt och på europeisk nivå. Nyberg konstaterade att den europeiska krislösningsmekanismen inte verkar fungera särskilt väl.

Investerare på marknaden frågar sig med rätta hur en kris i ett lite större land ska kunna hanteras om det inte ens går att enas om hur Grekland ska behandlas. Eller, för att vända på resonemanget: Om man skulle misslyckas med att lösa den ekonomiskt sett ganska lilla grekiska krisen, så är nog marknadens förtroende i stor utsträckning förbrukat. Hur ska då den politiska processen inom euroområdet, och till viss del EU, klara av verkligt allvarliga problem som kan uppkomma i Portugal, Spanien eller Belgien? Nyberg menade att om man misslyckas med Grekland leder det förmodligen till en djup och långvarig osäkerhet på de finansiella marknaderna i Europa. Investerare på marknaden kommer att förvänta sig att de problem som syns i ett antal länder kommer att förvärras och de kommer att sakna förtroende för att den politiska processen kan hantera dem. Då placerar investerarna sina pengar någon annanstans, vilket normalt betyder ökad svårighet att hitta finansiering både för företag och banker, stigande räntor och fallande börser. Nyberg trodde alltså att ett misslyckande i Grekland kan få stora konsekvenser, långt större än man får intryck av när man läser ett antal av de analyser som cirkulerar på marknaden. En ganska liten ekonomisk kris kan snabbt förvandlas till en stor politisk kris.

Nu är det ju så att krislösningen kan misslyckas inte bara för att man inte kan enas inom euroområdet, utan också för att grekerna själva misslyckas i sin politiska process. Ett antal hinder har klarats av, men många återstår. Även om det är i allas intresse att lyckas, så behöver det inte bli så. Nyberg menade att det emellertid som alltid var svårt att väga in sådana här resonemang i penningpolitiken på ett meningsfullt sätt – han tänkte återkomma till det när den svenska räntan skulle diskuteras. Antingen blir det en olycklig utgång i någon form och då får man se vad det innebär och hantera det. Eller också kan en akut kris undvikas, och då rullar världen på, ungefär som i Riksbankens huvudscenario. Han delade den syn på världsekonomin som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Oron för svagheter i den amerikanska och delar av den europeiska ekonomin är värd att betona, vilket också gjorts av flera kollegor i direktionen.

Mitt i den rådande osäkerheten genomför också den europeiska tillsynsmyndigheten EBA tillsammans med de nationella tillsynsmyndigheterna årets stresstest av ett nittiototal europeiska banker. Ett antal av dem kommer sannolikt att visa sig ha ett alltför lågt kapital både i testets och i marknadens mening, särskilt i relation till sina innehav av sydeuropeiska statsobligationer. Nyberg tyckte att det naturligtvis var djupt olyckligt att statsskuldproblem och bankproblem är så nära sammankopplade, men det hänger samman med att många europeiska länder ännu inte på privat eller offentlig väg förmått kapitalisera banksystemen efter krisen. I dagsläget är det inte så lätt att skaffa nytt riskkapital på marknaden ens för banker med starka balansräkningar och det lär bli

särskilt svårt för dem vars långsiktiga solvens ifrågasätts. Risken är att ett antal medlemsländer återigen måste rycka in för att kapitalisera delar av sina banksystem med skattemedel. Somliga länder har trovärdiga så kallade "backstops" tillgängliga, andra har det dessvärre inte. Det utgör naturligtvis ytterligare en osäkerhetsfaktor att lägga till alla andra.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påpekade att när direktionen diskuterade den internationella utvecklingen i april var hennes syn att, givet de osäkerhetsfaktorer som då fanns, var det lätt att spekulera i att utvecklingen kunde bli annorlunda än i det dåvarande huvudscenariot. Det hon då främst syftade på var den prekära situationen i olika sydeuropeiska länder och risken för störningar på finansmarknaden med följdverkningar på konjunkturen. Wickman-Parak menade att dessa risker alltså är aktuella, men då flera kollegor i direktionen redan diskuterat detta så ville hon inte fördjupa sig i det utan i stället kommentera den större osäkerhet som bredd ut sig kring den allmänna globala konjunkturbilden.

Hon påpekade att när hon diskuterat USA vid tidigare tillfällen har hon haft fokus på att olika tecken skulle kunna tyda på att tillväxten där börjar bli självbärande. Det är en viktig förutsättning för en någorlunda god tillväxt när de finanspolitiska stimulans effekterna ebbat ut och politiken i stället ska bli åtstramande. Med stöd i statistik och indikatorer så hon att hon hyst tilltro till att en sådan utveckling kunde vara på gång. Men den senaste statistiken över strategiska faktorer som arbetsmarknad, privat konsumtion och bostadsmarknad har inte varit uppbygglig.

Prognosen för tillväxten i USA har justerats ner med en halv procentenhet i år, delvis på grund av svagare tillväxt under första kvartalet. Riksbanken, liksom många andra bedömare, har som huvudspår att försvagningen nu är tillfällig och bättre fart kan väntas andra halvåret. Jordbävningen i Japan verkar ha fått större negativ effekt än väntat på framförallt den amerikanska bilindustrin. Det har lett till produktionsbortfall och också påverkat arbetsmarknaden. Bensinprishöjningar kan vara en förklarande faktor till den svaga konsumtionsutvecklingen. Wickman-Parak hänvisade till Ekholm som också tagit upp dessa faktorer i sitt inlägg. Nu pekar förtroendeindikatorerna på att den japanska återhämtningen inletts och oljepriserna har backat en bit den allra senaste tiden. Det ökar förutsättningarna för en förstärkning av tillväxtprocessen. Men det kan även finnas strukturella problem i den amerikanska ekonomin som kan utgöra en hämsko för tillväxten framöver.

Wickman-Parak konstaterade att den internationella prognosen för världen som helhet var i det närmaste oförändrad jämfört med i april. Men som framhålls i utkastet till penningpolitisk rapport finns det stora risker. Ett diagram i rapporten visar till exempel inköpschefsindex för olika delar av vår omvärld, inklusive BRIC-länderna. I samtliga områden har indexen rört sig nedåt. Hon ställde sig frågan om det kunde förebåda en mer markerad avmattning i den globala tillväxten. Förekomsten av tillfälliga faktorer gör att det är svårt att avgöra. Wickman-Parak menade att det var en öppen fråga hur de snabbväxande länderna klarar av balansen att strama åt politiken för att hindra överhettning och inflation utan att hamna i en djupare tillväxtsvacka.

Hon påminde om att det var en tillfällig svacka förra våren och sommaren som också då tog sig uttryck i farhågor om en nedgång i konjunkturen; farhågor som senare kom på

skam. Hon ställde sig bakom den internationella prognosen i rapporten men uppgav att hennes betänkligheter när det gäller styrkan i konjunkturen hade ökat något. Hon hoppades att sommarens och höstens statistikskörd skulle ge mer vägledning.

Wickman-Parak ville även nämna några ord om terminsräntorna. De kan skifta ganska mycket på kort tid. I februari steg till exempel terminsräntorna ganska ordentligt jämfört med föregående rapport. I april gällde det motsatta och även denna gång har de skiftat ner. Ska det uppfattas som att den svagare konjunkturen lett till starkt nedställda penningpolitiska förväntningar? Hur terminsräntor bäst översätts till penningpolitiska förväntningar har direktionen diskuterat vid flera tillfällen. Att räntorna sjunkit den senaste tiden kan ha att göra med riskerna i Europa. När placerare, till exempel amerikanska penningmarknadsfonder, flyr Europa ska pengarna parkeras och då brukar amerikanska statspapper vara en säker hamn. Det trycker ner terminsräntekurvan i USA. Som Svensson redan har nämnt får prognosen för utländska styrräntor ganska stor effekt på prognosen för reporäntebanan. Det innebär att om Riksbanken skulle använda terminsräntor som prognos för utländska styrräntor skulle prognosen för den svenska reporäntan också komma att skifta mycket.

Riksbankschef **Stefan Ingves** delade synen på den internationella utvecklingen som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Återhämtningen i den internationella ekonomin har fortsatt, men i ett lite lugnare tempo. Det är fortfarande stora skillnader mellan olika delar av världen, med god tillväxt och högt resursutnyttjande främst i tillväxtländerna i Asien och Latinamerika, vilket drivit upp priserna på råvaror globalt, och en trögare återhämtning i de utvecklade ekonomierna.

Råvarupriserna, som har drivit upp inflationen i både tillväxtländer och industriländer, har ökat av flera skäl. Styrkan i den internationella återhämtningen är en viktig faktor men dessutom har utbudsstörningar av olika slag spelat in, relaterat till både väder och politisk oro. Höga energi-, livsmedels- och metallpriser under en längre tid kan leda till stigande inflation. Detta i kombination med en penningpolitik som inte är tillräckligt stram i vissa länder kan leda till stigande lönekraav. Via globaliserade produktionskedjor kan högre lönekostnader i tillväxtländerna även påverka den underliggande inflationen i de utvecklade länderna. Ingves noterade att det är svårt att veta exakt i vilken grad detta sker men menade att läget nu är annorlunda jämfört med de senaste 15 åren. Sverige gynnades tidigare av dämpade eller rent av fallande importpriser, men nu finns risken för ökande inflationsimpulser från omvärlden. Ingves menade att detta var en faktor att hålla ett öga på. Han menade vidare att det också innebar en risk för en utveckling som ur ett penningpolitiskt perspektiv är svårare att hantera.

Ingves uppgav att han delar den analys av situationen i Europa och USA som övriga direktionsledamöter redogjort för. Han ville dock tillägga att mycket av diskussionen i USA har skett ur ett konjunkturellt perspektiv. Den frågeställningen som finns idag om läget i USA sträcker sig långt in i framtiden, vilket gör att också strukturella problem i ekonomin kommer i fokus. Ingves tyckte att Nyberg i sitt inlägg gjort en bra analys av situationen i Grekland men påpekade att i norra Europa finns länder som växer i relativt god takt och som är viktigare för Sverige. Dessa länder är stora ekonomier och en fortsatt god utveckling där kan därför ge fortsatta räntehöjningar i euroområdet.

Å ena sidan finns det alltså länder som måste strama åt penningpolitiken och å andra sidan finns risken för en statsfinansiell kris i Europa. Ingves menade att det därför handlar om att göra en avvägning. För världen som helhet tyckte han att penningpolitiken gradvis måste göras mindre expansiv men med stora skillnader olika länder emellan. I ett sådant sammanhang torde penningpolitiken i Sverige komma att ligga mellan de som behöver hålla en betydligt högre ränta och de som behöver hålla en lägre ränta.

När det gäller frågan om Riksbanken ska göra egna prognoser för internationella styrräntor eller använda sig av terminsprisinställningen, konstaterade Ingves att frågan varit uppe till diskussion förut och att han inte sett att en majoritet skulle ha ändrat uppfattning och att frågan därför inte behövde diskuteras vidare här. Staben bör göra egna ränteprognoser. Ytterligare analys får vara en del av det allmänna utvecklings- och utvärderingsarbetet. Ingves delade också Wickman-Paraks syn att med de relativt stora skift som sker i terminsprisinställningen vore det inte bra att använda sig av enbart justerade implicita terminsräntor som prognos för penningpolitiken i omvärlden. Han tyckte att diskussionen om utländska räntors inverkan på växelkursen påminde om debatten om det så kallade "Monetary Conditions Index" som användes under 1990-talet. Inte heller då lyckades man fastställa en klar kortsiktig koppling mellan räntor och växelkurser.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** delade synen på den internationella ekonomiska utvecklingen som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Han tyckte prognosen för världsekonomin såg rimlig ut. Återhämtningen i världen fortsätter i god takt, men utvecklingen i Europa och USA är svagare. Revideringarna av prognoserna är ganska små jämfört med i april.

Men trots den långsamma återhämtningen i euroområdet är inflationen betydligt högre än ECB:s mål. Även den underliggande inflationen har stigit under våren och ECB förväntas höja styrräntan i juli. Det underlättar även för Riksbanken att höja reporäntan eftersom ränteskillnaden mot euroområdet inte blir lika stor och därmed inte heller den potentiella förstärkningen av kronan.

Problemen i Grekland har hittills kunnat hanteras, men de är långt ifrån över. Om Grekland skulle ställa in betalningarna så kan det leda till förnyad oro på de finansiella marknaderna. Skulle problemen dessutom sprida sig till Irland och Portugal och kanske till och med till Spanien och Italien så kan det bli riktigt besvärligt. En annan risk är om de europeiska stresstest som ska redovisas i juli visar att ett antal europeiska banker inte är tillräckligt kapitaliserade. Här hänvisade Öberg till Nybergs tidigare inlägg.

Öberg höll även med Wickman-Parak om att utvecklingen i USA inger bekymmer. Både penning- och finanspolitiken måste på sikt stramas åt. Det kommer därmed att krävas en mycket stark självbärande återhämtning i ekonomin för att BNP-tillväxten ska bli hygglig. Och stramas finans- och penningpolitiken inte åt så uppstår andra problem med finansiella obalanser och ohållbar utveckling av de offentliga finanserna.

Huvudscenariot är ändå att statskuldsproblemen i Europa kan hanteras utan att det uppstår stora problem på de finansiella marknaderna. Men om problem skulle uppstå så får direktionen naturligtvis vara beredd på både att vidta åtgärder för att bevara den finansiella stabiliteten och att ompröva inriktningen av penningpolitiken.

Risken har nog annars minskat för att inflationen i omvärlden ska bli högre än vad Riksbanken räknar med, åtminstone på kort sikt, och särskilt med tanke på att prognosen för inflationen i omvärlden har reviderats upp lite. Den senaste tiden har det varit en lugnare utveckling av priserna på energi och råvaror. Men på lite längre sikt kan den starka efterfrågetillväxten i världen komma att driva upp priserna på energi och råvaror mer än vad som antas i prognosen i huvudscenariot. BIS har ju också nyligen varnat för att den för expansiva penningpolitiken i världen som helhet håller på att bli ett hot mot prisstabiliteten. Öberg höll med Ingves om att låga räntor under långa perioder kan leda till problem.

Den starka utvecklingen i delar av världen leder till en tendens till stagflation i USA och Europa då stigande priser på energi och råvaror leder till både för hög inflation och för låg tillväxt på samma gång.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ville anknyta till diskussionen om huruvida justerade implicita terminsräntor är en lämplig utgångspunkt för prognosen för utländska styrräntor. Hon påpekade att hon, som hon tidigare nämnt, inte har något principiellt emot att prognosen avviker från marknadsförväntningarna så som de kan utläsas av implicita terminsräntor. Men hon skulle önska att man ändå utgick ifrån dessa förväntningar och sedan diskuterade explicit om ett avsteg i någon riktning är motiverat. Som påpekats så kan terminsräntorna skifta ganska mycket och ibland på oklara grunder. Det skulle kunna utgöra ett skäl till varför man skulle vilja göra avsteg från de implicita terminsräntorna när man lägger prognosen för utländska styrräntor. Vad Ekholm efterfrågade var att den typen av överväganden skulle göras explicit och klargöras i redovisningen av prognosen.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** hänvisade till Wickman-Paraks inlägg om att de utländska terminsräntorna ofta skiftar mycket. Han höll med om att de kan fluktuera en hel del. Han höll även med om att de kan återspegla både skift i förväntade framtida räntor och skift i terminspremier. De implicita terminsräntorna återspeglar dock de faktiska marknadsräntorna, de faktiska avkastningskurvorna för utländska räntor för olika löptider. Det är dessa faktiska räntor som påverkar växelkursen, oavsett om de skiftar på grund av ändrade förväntningar om framtida räntor eller ändrade terminspremier. Svensson upprepade att vad han särskilt ville betona var att Riksbankens prognoser systematiskt ligger för högt och därför innebär en bias mot en högre räntebana, utan att det anges några särskilda skäl till detta.

Hur man hanterar skift i utländska terminsräntor och hur stora skift i reporäntebanan de motiverar menade Svensson var något som Riksbanken kan se närmare på framöver. Det är till exempel lämpligt att utgå från ett genomsnitt av terminsräntor över ett antal veckor, för att hantera de mer kortsiktiga skiften.

Svensson ville också kommentera Ingves inlägg om möjligheten till ökad inflation ute i världen och huruvida det skulle innebära problem för penningpolitiken i Sverige. Där menade Svensson att det var viktigt att komma ihåg att en allmän världsinflation i sig inte är något problem, i och med att en rörlig växelkurs gör det möjligt att separera den allmänna inflationen i världen och i Sverige. Vad som kan bli ett problem är stora relativprisförändringar, som under 2008 när centralbanker hade stigande relativpriser på olja och råvaror att hantera. Då beror ju den lämpliga penningpolitiken till exempel på

om relativprisförändringen är en övergående företeelse eller om den är en mångårig trend, något som kan vara svårt att avgöra.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen om den internationella utvecklingen med att konstatera att det fanns ett stöd i direktionen för den allmänna beskrivningen av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Därutöver har olika direktionsledamöter belyst olika aspekter på den ekonomiska utvecklingen i olika länder, bland annat prognosen för utländska styrräntor, och hur detta kan påverka svensk penningpolitik.

§3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** ställde sig bakom bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport. Prognoserna för BNP-tillväxt, sysselsättning och arbetslöshet är i stort sett oförändrade sedan i april.

Men Öberg menade att riskbilden nog har skiftat nedåt när det gäller den reala utvecklingen. De senaste ganska svaga siffrorna över bland annat detaljhandelns omsättning och inköpschefsindex kan tyda på en svagare BNP-siffra andra kvartalet i år än vad Riksbanken räknar med. Den senaste arbetskraftsundersökningen för maj tydde snarast på en avmattning i takten i förbättringen på arbetsmarknaden.

Prognoserna för inflationen har inte heller ändrats nämnvärt sedan i april. Riksbanken räknar fortfarande med en hög KPI-inflation på i genomsnitt nästan 3 procent per år under prognosperioden och en KPIF-inflation i snitt strax under 2 procent per år.

Men när det gäller inflationen ansåg Öberg att riskbilden fortfarande är på uppsidan, särskilt under 2012 och 2013. Inflationstrycket har hittills hållits nere av eftersläpande effekter av förstärkningen av kronan och när de upphör stiger också inflationen. Stigande världsmarknadspriser på råvaror och energi kan dessutom på sikt höja den svenska inflationen mer än vad Riksbanken räknar med. Det stigande trycket på arbetsmarknaden kan också leda till högre löneökningar och därmed även högre inflation än vad Riksbanken räknar med. Den höga KPI-inflationen kan komma att höja både inflations- och löneförväntningarna. De senare har stigit påtagligt det senaste året.

Öbergs bedömning var att reporäntan bör fortsätta höjas upp emot en mer normal nivå. Han ställde sig därför bakom förslaget att höja reporäntan till 2 procent.

Takten i de fortsatta räntehöjningarna är som vanligt svår att bedöma. Räntan är fortfarande mycket låg både nominellt och reallt. Och det innebär att penningpolitiken, med en ränta på 2 procent, fortsätter att stödja återhämtningen i ekonomin. Samtidigt måste räntan höjas för att på sikt undvika en för hög inflation och ett för högt resursutnyttjande. Enligt Öberg skulle en ränta enligt en traditionell Taylorregel idag vara 3 – 3,5 procent.

Öberg trodde fortfarande att reporäntan skulle komma att höjas vid alla tre möten i höst, särskilt om statskuldsproblemen i euroområdet visar sig kunna hanteras utan påtagliga negativa effekter på de finansiella marknaderna.

En fördel med att höja räntan lite snabbare än vad som framgår av den föreslagna räntebanan är att Riksbanken skulle kunna förkorta den långa perioden med hög KPI-inflation. Det skulle minska riskerna att den höga KPI-inflationen driver upp inflationsförväntningarna på längre sikt.

Men osäkerheten om räntor längre fram är stor, så Öberg ville inte reservera sig mot den räntebana som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Det viktiga för honom var att reporäntan fortsätter att höjas upp emot en mer normal nivå.

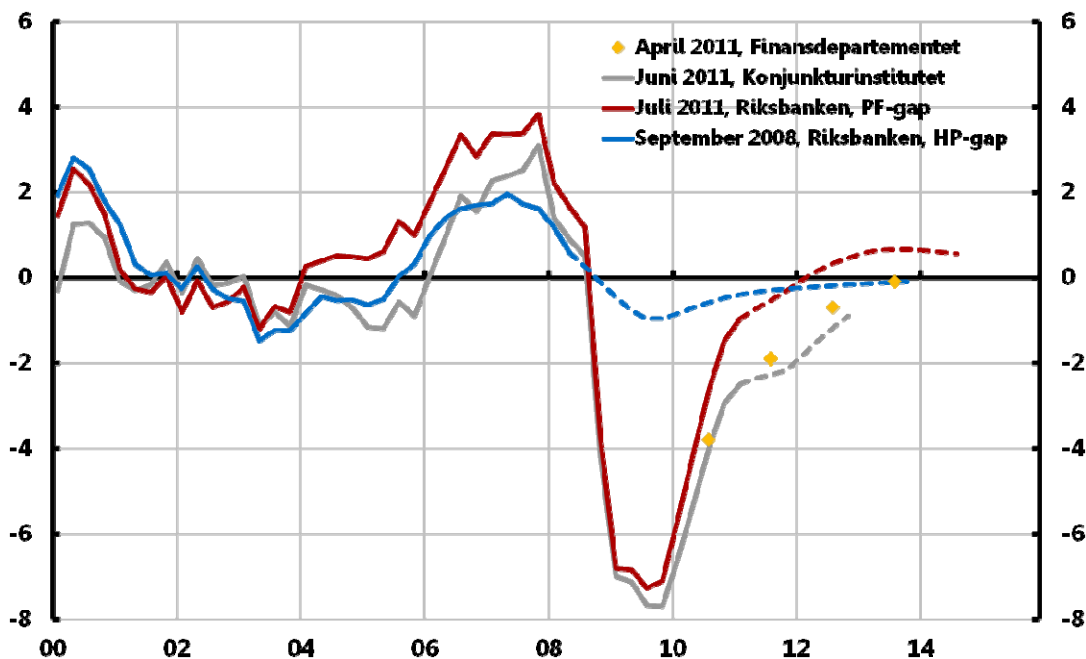
Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** föredrog en oförändrad ränta vid detta möte och sedan en räntebana där reporäntan först ökar mycket långsamt till 2 procent tredje kvartalet 2012 och sedan ökar snabbare för att nå en nivå på 3,8 procent vid prognosperiodens slut.

Svensson ansåg att huvudscenariots räntebana ligger för högt av flera skäl. Han hade redan nämnt att en anledning till en bias mot en för hög räntebana var en för hög prognos för utländska styrräntor. Ett annat skäl är en bias mot en överskattning av resursutnyttjandet i Sverige. Genom ett för lågt antagande om potentiell BNP blir prognosen för produktionsgapet för hög; för lite negativ i början på prognosperioden och för hög och något positiv i slutet på prognosperioden. Bakom detta ligger antaganden och skattningar om att potentiell BNP skiftat ned ordentligt efter krisen. Detta trots att krisen ur makroekonomisk och penningpolitisk synvinkel är en ren negativ chock till aggregerad efterfrågan, ett fall i exportefterfrågan, som enligt normal penningpolitisk analys inte har någon större effekt på potentiell BNP. Trots att antagandet om och skattningar av potentiell BNP är mycket viktigt redovisas ingen analys av varför potentiell BNP skulle skifta ner så mycket av en ren efterfrågechock.

Som framgår av diagram 3 gör Finansdepartementet och KI en annan bedömning, med ett mycket mer negativt produktionsgap. I utkastet till penningpolitisk rapport finns ingen diskussion av varför Riksbanken kommer till en så annorlunda bedömning än Finansdepartementet och KI. KI:s bedömning redovisas utförligt i deras senaste konjunkturrapport och leder fram till det viktiga konstaterandet att Sverige har en lågkonjunktur i form av ett stort negativt produktionsgap och ett stort positivt arbetslöshetsgap trots att tillväxten varit god. Svensson fann KI:s analys och bedömning av konjunkturläget mycket övertygande.

Diagram 3. Produktionsgap enligt Finansdepartementet, KI och Riksbanken

Avvikelse i procentenheter



Källor: Finansdepartementet, KI och Riksbanken

Not: BNP-gap (HP) avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med ett Hodrick Prescott-filter. BNP-gap (PF) avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion.

Svensson menade att det tyvärr ofta verkar finnas en oklarhet i den penningpolitiska diskussionen om vad som menas med "konjunktur" och "konjunkturläge", om det till exempel är nivån eller förändringen på resursutnyttjandet i förhållande till en hållbar nivå. För penningpolitiken är det i allmänhet nivån som är relevant. KI är ett föredöme som tydligt talar om lågkonjunktur trots tillväxt.

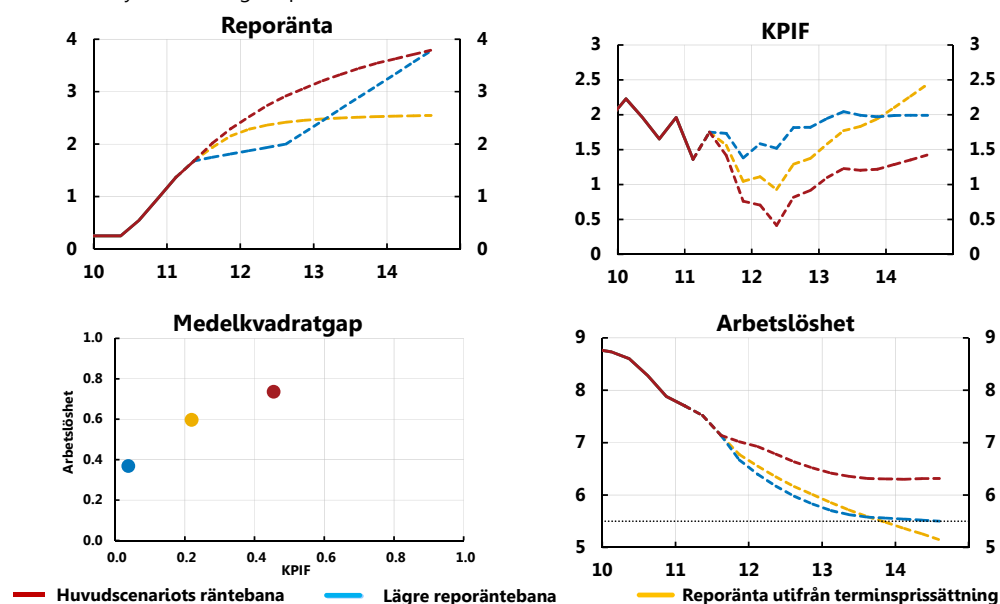
Eftersom Riksbankens bedömningar av resursutnyttjandet med produktionsgap och timgap inte är transparenta och i praktiken overifierbara ansåg Svensson att det var bättre att utgå från arbetslöshetsgapet mellan arbetslösheten och den hållbara arbetslösheten, den långsiktiga jämviktsarbetslösheten. Den enda svåra frågan är då vilken hållbar arbetslöshet man ska utgå ifrån. Som bekant har ju Finansdepartementet i en promemoria gjort en utförlig analys tillsammans med några av Sveriges främsta arbetsmarknadsekonomer och där kommit fram till en hållbar arbetslöshet på 5 procent. Den analysen ansåg Svensson var den bästa hittills. KI har i Konjunkturläget i juni kommit fram till en hållbar arbetslöshet på drygt 6 procent. I sin senaste Lönebildningsrapport har KI dessutom visat att den hållbara arbetslösheten kan bli 6 eller 5 procent beroende på hur lönebildningen fungerar. Tills vidare höll Svensson fast vid sin egen preliminära bedömning på 5,5 procent, som alltså ligger mitt mellan den i Finansdepartementets promemoria och KI:s Konjunkturläget. Riksbankens tidigare bedömning på 6,5 procent verkar alldeles för hög, menade Svensson, i synnerhet som den inte tycks inkludera någon analys av effekten av de senaste årens betydande strukturreformer på arbetsmarknadsområdet. Fördjupningen i utkastet till penningpolitisk rapport om vilken sektoriell utveckling på arbetsmarknaden som kan krävas för att komma till 5 procent

ansåg Svensson vara intressant, men den är varken en diskussion av den hållbara arbetslösheten eller en prognos på arbetslösheten.

I diagram 4 visas penningpolitiska alternativ och Svenssons bedömning av effekterna på KPIF och arbetslösheten av olika räntebanor, under antagande om att utländska räntor ges av justerade implicita terminsräntor och att den hållbara arbetslösheten är 5,5 procent.

Diagram 4. Penningpolitiska alternativ

Utländska styrräntor enligt implicita terminsräntor; hållbar arbetslöshet 5,5 %



Källor: SCB, Riksbanken och egna beräkningar

Not: De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier med en tumregel.

I den övre vänstra panelen är den röda räntebanan huvudscenariots räntebana. Den blå räntebanan är den lägre räntebana som Svensson förespråkade. Den gula visar justerade implicita terminsräntor.

Den övre högra panelen visar prognoser för KPIF för räntebanorna. Svensson noterade att huvudscenariots räntebana ger en prognos – den röda kurvan – som är betydligt lägre än 2 procent under hela prognosperioden. Antagandet om utländska räntor enligt justerade implicita terminsräntor och därmed en starkare krona gör att KPIF-prognosen ligger lägre än huvudscenariots prognos i utkastet till penningpolitisk rapport. Den lägre räntebanan ger en KPIF-prognos – den blå kurvan – betydligt närmare 2 procent. Den ger tydligt bättre målpuffyllelse för KPIF-inflationen.

Den nedre högra panelen visar prognoser för arbetslösheten för de olika räntebanorna. Den röda kurvan visar arbetslösheten under huvudscenariots räntebana; den blå visar arbetslöshetsprognosen för den lägre räntebanan. Den blå kurvan ligger betydligt under den röda och närmar sig den hållbara arbetslöshetsnivån. Att arbetslösheten kommer ner snabbare är en stor fördel ur samhällsekonomisk synpunkt och motverkar de persistensproblem som högre arbetslöshet tidigare kan ha gett upphov till och bidrar till att locka tillbaka folk till arbetskraften.

Den lägre räntebanan ger således bättre måluppfyllelse för både KPIF-inflation och arbetslöshet än huvudscenariots räntebana under antagandet att utländska räntor ges av justerade implicita terminräntor. Detta syns också i den nedre vänstra panelen, där medelkvadratgapen för inflation och arbetslösheten båda blir mindre för den lägre räntebanan än för huvudscenariots räntebana.

Svensson menade att det skulle kunna gå att argumentera för att en räntesänkning nu skulle ge ännu bättre måluppfyllelse, men samma effekt kan uppnås genom att räntebanan ökar mycket långsamt i början. Jämfört med den räntebana han förespråkade i april ligger denna räntebana högre i början men betydligt lägre längre fram. Det kanske skulle gå att justera den ytterligare för att få ännu bättre måluppfyllelse och bättre uppfylla den norske vice centralbankschefen Jan Qvigstads villkor, men det har inte gjorts här.¹

Svensson tog vidare upp den diskussion av alternativa räntebanor, en högre och en lägre än huvudscenariots bana, som finns i slutet på kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. Enligt hans mening är en diskussion av penningpolitiska alternativ en mycket viktig del av en penningpolitisk rapport. Det går inte att motivera en viss räntebana utan att jämföra med alternativen. Tyvärr behandlas diskussionen av de alternativa räntebanorna mycket styvmoderligt och får knappt två sidor text i en rapport på drygt 70 sidor, dessutom efter en längre och mer detaljerad diskussion av en alternativ utveckling av lönerörelsen och krisen i euroområdet. Svensson ansåg att diskussionen av penningpolitiska alternativ bör få en mer framträdande roll i framtida penningpolitiska rapporter och uppföljningar.

Diskussionen av alternativa räntebanor görs under, enligt hans mening, orealistiska antaganden om högre utländska räntor och ett högre resursutnyttjande, inklusive ett antagande om högre hållbar arbetslöshet på 6,5 procent. Det går dock att visa även under dessa antaganden att en lägre räntebana är bättre och sammantaget stabiliserar KPIF och arbetslösheten bättre, om deras stabilitet mäts med medelkvadratgap och ges lika vikt. Det finns således flera goda skäl till att anse att huvudscenariots räntebana ligger för högt.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att säga att konjunkturprognosen för Sverige varit i stort sett densamma ända sedan i december förra året. Det har inte skett några överraskningar åt det ena eller andra hållet. Det kontrasterar starkt mot perioden dessförinnan då Riksbanken överraskades på den positiva sidan och kontinuerligt justerade upp sina prognoser.

Den prognos som finns i utkastet till penningpolitisk rapport nu har inte ändrats på något avgörande sätt. Den dämpning av tillväxten mot mer normala nivåer som har legat i prognoserna har materialiserats och blivit något mer markerad än väntat. Första kvartalets BNP kom in något svagare än väntat och utfallsiffror och indikatorer därefter har motiverat en viss nedrevidering av andra kvartalet.

¹ Jan Qvigstads villkor för en väl avvägd penningpolitik innebär att prognoserna för inflation och resursutnyttjande inte båda får ligga för lågt. Se 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.

När det gäller konjunkturprognosen ville Wickman-Parak begränsa sina kommentarer till två faktorer. Den första faktorn är den avmattning som syns i olika indikatorer för industrin, även om de inte nått nivåer som signalerar annat än en god tillväxt framöver. Än så länge ökar exporten i god fart och givet Riksbankens omvärldsprognos borde den kunna fortsätta i den takt som förutses. Skulle omvärldsutvecklingen bli en annan kan exportprognosen givetvis omprövas längre fram.

Den andra faktorn är den inhemska efterfrågan. Såsom det beskrivs i den penningpolitiska rapporten är förutsättningarna för att investeringarna ska fortsätta att öka i god takt på plats. Men det förutsätter att såväl att exportefterfrågan som konsumtionen utvecklas ungefär som Riksbanken prognostiserar. Wickman-Parak delade bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport att den lägre tillväxten i hushållens konsumtion i början av året borde vara tillfällig. En fortsatt förstärkning av arbetsmarknaden och ett högt förtroende bland hushållen talar för det. Och det ska också framhållas att vissa delar av konsumtionen som till exempel bilinköpen upprätthållits väl. Wickman-Paraks bedömning var dock att det inte går att vara helt säker på att svagheten på konsumtionssidan är tillfällig. Hushållen är högt belånade och den högre bolåneräntan, som stigit mer än reporäntan, kan bita i större utsträckning än prognostiserat. Hur konsumtionen utvecklas är av intresse och Riksbanken måste vara observant på vad genomförda ränteförändringar ger för utslag på konsumtionen.

Wickman-Parak konstaterade att hon uppehållit sig kring osäkra faktorer som skulle kunna påverka Riksbankens prognoser längre fram. Hennes bedömning i dagsläget var dock att det var för tidigt att på något avgörande sätt ändra den grundläggande bild av den svenska ekonomins utveckling som framträder i Riksbankens prognoser.

Wickman-Parak fortsatte med att säga att hon ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan till 2 procent. Hon ställde sig också bakom prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport, inklusive räntebanan. Inflationen mätt med KPIF ligger för närvarande under 2 procent men stiger mot den nivån i slutet av perioden. KPI-inflationen ligger av kända skäl högre. Den förra, alltså KPIF, ger i lägen med stora ränteförändringar en bättre bild av inflationstrycket, vilket också påpekas i rapporten. Riksbankens olika mått på resursutnyttjandet är på väg upp och ligger på normal nivå eller något däröver vid prognosperioden slut. Den penningpolitik som räntebanan representerar var enligt Wickman-Parak väl avvägd.

Wickman-Parak noterade att det i den penningpolitiska debatten spekuleras i huruvida en sänkt räntebana skulle vara aktuell vid detta möte. Parentetiskt kan nämnas att det inte är så länge sen det spekulerades i det motsatta. Hon såg inget skäl till att sänka räntebanan nu. Det skulle öka resursutnyttjandet ytterligare och sänka arbetslösheten något jämfört med huvudscenariot. Med de problem som finns på arbetsmarknaden och som hon diskuterat vid flera tillfällen, kan det leda till ett ökat inflationstryck som ger problem i ett lite längre perspektiv. En sänkt räntebana kan bli aktuell om utvecklingen i omvärlden blir sämre än väntat eller om den inhemska utvecklingen skulle bjuda på negativa överraskningar.

Wickman-Parak såg heller inga skäl till att idag höja räntebanan. Hennes bedömning var att avtalsrörelsen kommer att leda till löneökningar som är förenliga med inflationsmålet, vilket överensstämmer med de bedömningar som görs i huvudscenariot i utkastet till

penningpolitisk rapport. Det kan finnas en risk att löneökningarna blir högre än förutsett. I vilken utsträckning det får konsekvenser för penningpolitiken beror på utvecklingen av produktiviteten. Det här menade Wickman-Parak beskrivs på ett förtjänstfullt sätt i kapitlet med alternativa scenarier. En återhämtning i omvärlden som skulle överraska uppåt om exempelvis oron kring Grekland skulle försvinna eller om den inhemska efterfrågan skulle överraska åt samma håll skulle givetvis också kunna leda till en omvärdering av räntebanan.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att säga att Riksbanken vid ett antal tillfällen under de senaste två åren har underskattat styrkan i utvecklingen av den svenska ekonomin. Nu kommer den förväntade avmattningen från en ovanligt hög tillväxt, och denna gång har prognosen i stort sett hamnat mitt i prick. Efterfrågan, produktion, sysselsättning och inflation har i stort sett fallit ut som förväntat. Det har med andra ord inte skett något väsentligt i den svenska ekonomin som gett anledning att ompröva den analys som låg till grund för beslutet vid föregående möte. Enstaka siffror som till exempel den senaste för detaljhandeln ändrar som han ser det inte på den bedömningen. Mot den bakgrunden förefaller det naturligt att lämna reporäntebanan oförändrad, vilket innebär en höjning av reporäntan med en kvarts procentenhet vid dagens möte. Nyberg ställde sig bakom det förslaget och den analys av ekonomin som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Med en ränta på 2 procent ligger Sverige visserligen en bra bit över de europeiska och amerikanska räntenivåerna, men den ekonomiska utvecklingen är också för närvarande långt starkare. Som utvecklingen och förväntningarna om framtiden ser ut idag bör Riksbanken också fortsätta att höja reporäntan som planerat. Det är ännu långt kvar till en normal nivå.

Det har funnits en oro för att den stigande ränteskillnaden gentemot utlandet skulle föra med sig ett så betydande tryck uppåt på kronkursen att den svenska konkurrenskraften allvarligt skulle försämrats. Den oron har så här långt visat sig överdriven – under senare tid har ju inte kronan visat någon imponerande styrka. Men kronkursen kan ha en betydande påverkan på efterfrågan i ekonomin och förtjänar att följas noga.

Inflationen mätt med konsumentprisindex KPI ligger ju för närvarande en bra bit över inflationsmålet och kommer att göra så under större delen av prognosperioden. Det beror ju som påpekas i rapporten på att boräntorna utgör en så stor del av KPI, och boräntorna har stigit i första hand beroende på Riksbankens höjningar av reporäntan. När Riksbanken sänkte reporäntan under 2009 kom på motsvarande sätt KPI att ligga långt under inflationsmålet. Konsumentprisindex mätt som KPIF, där boräntorna är eliminerade, reflekterar under sådana perioder bättre priset på den varukorg som konsumenterna köper i butikerna. Nyberg tyckte kanske att Riksbanken kan vara än tydligare på den punkten i sin kommunikation.

Den penningpolitiska rapporten innehåller två riskscenarier som Nyberg tyckte väl täcker de risker som han ser idag. Det viktigaste scenariot är knutet till löneutvecklingen. Det illustrerar väl hur löneökningar som ligger ovanför det samhällsekonomiska utrymmet kan komma att öka inflationen och således föranleda snabbare höjningar av reporäntan – om inte produktivitetens utvecklingen också blir väsentligt bättre än förväntat. Det här är en risk som blir större när nu allt fler företag i allt fler branscher anger att de har brist på arbetskraft.

Det andra scenariot, som skulle leda till lägre räntor, är knutet till en kris i Europa med väsentligt sämre tillväxt än beräknat. Nyberg tyckte inte att det var så mycket att säga om detta ur penningpolitisk synvinkel. Skulle det inträffa får det hanteras då.

Nyberg ville avsluta med att ta upp den länge diskuterade frågan om terminsräntorna. Direktionen har vid ett antal penningpolitiska möten diskuterat terminsräntekurvorna och hur väl dessa mäter marknadens förväntningar, både i Sverige och utomlands. Det gäller särskilt de lite längre räntorna. Terminsräntekurvorna speglar räntor till vilka affärer görs och i den meningen de räntor till vilka investerarna är villiga att riskera sina pengar. Men det är inte givet att de därför mäter marknadens förväntningar om framtida räntor på ett sätt som är relevant för de penningpolitiska beslut som direktionen har att fatta. Nyberg menade att terminskurvorna kan vara artificiellt nedtryckta, det vill säga nedtryckta till en nivå under den som speglar förväntningarna om framtida räntor, till följd av två faktorer, den ena internationell och den andra specifikt svensk.

Nyberg började med den internationella. Det förefaller, enkelt uttryckt, som om investerarna på marknaden har börjat köpa långa obligationer som en hedge mot fallande räntor. Om den europeiska krisen skulle få ett våldsamt förlopp räknar man med att centralbankerna kommer att se till att hålla räntorna låga under överskådlig tid och då är långa räntepapper fördelaktiga att ha. Även om det är svårt att mäta omfattningen förefaller man på marknaden ganska ense om att hedging mot oroliga tider och fallande räntor medfört nedtryckta terminskurvor på många marknader i världen. Ett annat och mer tekniskt sätt att säga detta är att terminspremierna har blivit negativa. Normalt sett är ju terminspremierna positiva, eftersom investerare vill ha en extra betalt för att låsa sina pengar över längre perioder. Men nu förefaller det alltså att vara tvärtom.

När det gäller den specifikt svenska faktorn finns en alltmer uppenbar brist på statsobligationer som är tillgängliga för den dagliga handeln och som säkerhet för repor. Anledningarna till detta är i grunden positiva. För det första lånar svenska staten mindre än man tidigare behövt göra, vilket minskar utbudet av statspapper. För det andra har Sverige i allt högre utsträckning kommit att framstå som ett välskött land, vilket gjort att efterfrågan på svenska statspapper ökat, inte minst från asiatiska placerare. I den utsträckning de fallande räntorna speglar detta så speglar de sannolikt också marknadens förväntningar. Men statspapper som köps av långsiktiga investerare försvinner från marknaden och blir inte tillgängliga i den dagliga handeln. Och här blir det problem, menade Nyberg, eftersom en viss stock av statspapper behövs för att få marknaden att fungera. De behövs helt enkelt som säkerhet när bankerna lånar pengar kort i Riksbanken eller av andra som har likviditetsöverskott. När den tillgängliga volymen statsobligationer minskar uppkommer så småningom en brist på användbara säkerheter som försvårar den dagliga likviditetshanteringen bland bankerna och i hela det inhemska finansiella systemet. När bristen blir akut, vilket den varit då och då på senare tid, trycker detta ned räntorna på ett sätt som inte har med framtida ränteförväntningar att göra. På den svenska marknaden räknar man med att detta kommer att bli ett växande problem, dels därför att utbudet av statsobligationer minskar, dels därför att många placerare köper dem och låter dem ligga i sina portföljer till dess de förfaller.

Nyberg refererade till Ekholm som föreslagit att man i diskussionen om marknadens ränteförväntningar skulle kunna utgå från terminsräntekurvorna och sedan redogöra för de faktorer som ger anledning att avvika från dessa. Nyberg trodde att resonemangen

ovan, även om de av naturliga skäl är svåra att kvantifiera, skulle gå en bra bit på väg. Han avslutade med att säga att han ändå tyckte att den metod Riksbanken använder för att prognostisera utländska styrräntor innebär en bra kompromiss.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** delade i stort sett bedömningen av utvecklingen för inflation, BNP och sysselsättning i utkastet till penningpolitisk rapport, men reserverade sig, liksom vid tidigare möten, mot den föreslagna reporäntebanan och beslutet att höja styrräntan med 25 punkter. Liksom Svensson förordade hon en oförändrad reporänta på 1,75 procent. Ekholm noterade att jämfört med hennes ställningstagande vid mötet i april kan man dock säga att hon accepterar en höjning av reporäntan, eftersom hon då förordade att den skulle vara kvar på 1,5 procent. Dessutom förordade både hon och Svensson en reporäntebana då som involverade en mycket långsam höjning de första kvartalen och som inte kom upp till 1,75 förrän mot slutet av året. I princip accepterar de alltså båda en större höjning idag än vad som indikeras av den räntebana som de röstade för i april.

Ekholm tyckte inte att det fanns något i den senaste tidens utveckling som talar för en upprevidering av hennes egen räntebana. Men hennes inställning när det gäller den allmänna inriktningen av penningpolitiken är att det är motiverat att successivt höja reporäntan, även om hon uppenbarligen skulle föredra att detta gjordes i lugnare takt än vad som anges i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport och som har varit förutsättningen i ett antal tidigare prognoser.

Skälen till att hon tänkte reservera sig mot reporäntebanan i utkastet till den penningpolitiska rapporten var i princip desamma som vid det penningpolitiska mötet i april och som de som Svensson anförde. Det handlar huvudsakligen om två saker.

Ekholms bedömning av utvecklingen av de utländska styrräntorna – med höjningar i långsammare takt under andra och tredje året i prognosen – innebär att huvudscenariots reporäntebana implicerar större räntedifferenser gentemot omvärlden än vad som ligger i huvudscenariots prognos, förutsatt att räntebanan inkorporeras fullt ut i marknadsräntorna. Eftersom räntedifferenser – allt annat lika – kan förväntas påverka växelkursen innebär detta en annan växelkursprognos, nämligen en med en starkare krona i närtid. En starkare krona skulle – återigen allt annat lika – tendera att pressa ned inflationen och BNP-tillväxten via minskad nettoexport.

Som Nyberg anförde har kronan inte visat någon imponerande styrka under senare tid. Men det avspeglar bara det faktum att kronan påverkas av en rad andra faktorer än just räntedifferenser. Ekholm menade att erfarenheten pekar på att kronan tenderar att försvagas när osäkerheten ökar på marknaden och att det är en faktor som kan komma att dominera utvecklingen av kronkursen. Men det betyder inte att räntedifferenserna är oviktiga och hon tyckte inte att det var något som egentligen förtar relevansen av detta argument mot huvudscenariots räntebana.

Det andra skälet till Ekholms reservation var att hon egentligen inte tycker att huvudscenariots reporäntebana framstår som en väl avvägd penningpolitik ens under förutsättning att de utländska styrräntorna utvecklar sig enligt prognosen i huvudscenariot. Som Svensson påpekat diskuteras huruvida huvudscenariots reporäntebana utgör en välavvägd penningpolitik mot slutet av kapitel 2 genom att analysera vilka avvikelser från huvudscenariot alternativa räntebanor leder till i

modellsimuleringar. Hennes tolkning av denna analys är att en lägre räntebana ger ett bättre utfall när det gäller inflationen, det vill säga det leder till en prognos för KPIF-inflationen som hamnar närmare 2 procent. Den lägre banan leder visserligen till att KPIF-inflationen hamnar ännu längre från målet på 2 procent, men som Wickman-Parak och Nyberg påpekat så är det mer relevant att fokusera på KPIF-inflationen i perioder där reporäntan förändras mycket. Ekholm höll med Wickman-Parak om att det är bra att detta tydliggörs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Ekholm fortsatte med att säga att konsekvenserna av olika räntebanor för resursutnyttjandet gör det hela mindre entydigt. Enligt de resursutnyttjandemått som analyseras i kapitel 2 så verkar en lägre räntebana pressa upp resursutnyttjandet ganska högt över vad som är långsiktigt hållbart och skulle ur det perspektivet ge ett sämre utfall än en högre räntebana. För denna del av analysen spelar det förstås stor roll vad man antar om potentiell BNP, potentiellt antal arbetade timmar och vad som är en långsiktigt hållbar nivå på arbetslösheten. Bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport är att Sverige i dagsläget har ett resursutnyttjande som är något lägre än normalt, men att det är mycket nära den punkt som kan sägas vara normal.

Ekholm delade inte den bedömningen. Hon menade att det fortfarande finns ett ganska stort utrymme för att pressa ned arbetslösheten och pressa fram kapacitetshöjande investeringar. Arbetslösheten är fortfarande förhållandevis hög, även om sysselsättningen ökat starkt under senare tid. BNP-nivån är visserligen nu högre än före finanskrisen, men inte så mycket högre. Därför trodde hon ändå att en mer expansiv penningpolitik, som den som ges av scenariot med en lägre räntebana i kapitel 2, också leder till en bättre stabilisering av den realekonomiska utvecklingen.

Sammantaget så innebär detta att Ekholm ansåg att en lägre räntebana medför en mer välvägd penningpolitik även om man accepterar den prognos för utländska styrräntor som antas i huvudscenariot.

Ekholm förordade därför en räntebana som ligger lägre än huvudscenariots och hon ställde sig bakom den räntebana som Svensson redan hade föreslagit. Det är en bana med en annorlunda profil än huvudscenariots räntebana. Den involverar en höjning till cirka 2 procent det första året och sedan snabbare höjningar så att banan slutar ungefär där huvudscenariots bana slutar, det vill säga vid cirka 3,8 procent. Skälet till att hon förordade en räntebana med långsamma höjningar i början och snabbare mot slutet av prognoshorisonten var i princip desamma som vid det förra penningpolitiska mötet. Det är framför allt på lite kortare sikt som det kan vara motiverat med lägre räntor än i huvudscenariot. Det är under 2011 och 2012 som KPIF-inflationen ser ut att hamna väl lågt. I princip är det positivt om en expansiv penningpolitik kan hjälpa till att få ned arbetslösheten snabbt för att minska de persistensproblem på arbetsmarknaden som Svensson nämnde. Ekholm menade att penningpolitiken i detta läge kan göra det eftersom inflationen faktiskt är förhållandevis låg i närtid.

Ekholm avslutade med att säga att banan kanske tycks mer expansiv än den som både Svensson och hon förordade vid mötet i april eftersom den ligger under den förra banan mot slutet av prognoshorisonten. Men genom att acceptera höjningen av reporäntan till 1,75 procent i efterhand så är räntan i utgångsläget på en högre nivå än vad som implicerades av den banan.

Riksbankschef **Stefan Ingves** delade bedömningen av den svenska ekonomin i utkastet till den penningpolitiska rapporten och ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter samt det förslag till räntebana som redovisats. Tillväxten i den svenska ekonomin är hög och högre än i många andra länder. Goda statsfinanser, stigande disponibelinkomster och en gynnsam exportsammansättning har bidragit till det. BNP är nu högre än nivån före krisen. Ingves noterade vidare att utvecklingen blivit bättre än vad Riksbanken räknade med för ett år sedan. BNP-gapet bedömdes i juli 2010 inte slutas förrän under andra halvåret 2012. Nu innebär prognosen att det sluts under innevarande år. Även bedömningen av gapet mätt med arbetade timmar har reviderats upp jämfört med för ett år sedan.

Trots en starkare realekonomi har inflationen hållits i schack. Visserligen har KPI-inflationen stigit till över 3 procent, men det är främst på grund av stigande boräntor. KPIF-inflationen, som inte påverkas av stigande boräntor, är något under 2 procent. Men det är en övergående effekt. I takt med ett stigande resursutnyttjande bedöms KPIF stiga gradvis till cirka 2 procent. Ingves menade att det är viktigt att KPI inte drar iväg. På längre sikt ska inflationen vara i linje med målet mätt med både KPI och KPIF. Den starka realekonomin tillsammans med inflationsutvecklingen visar att det var riktigt att börja höja räntan förra året. Hade det inte fattats beslut om att börja höja hade risken funnits att inflationen och inflationsförväntningarna dragit iväg. Det hade också inneburit en risk att gå in i nästa lågkonjunktur med alltför låg ränta och då behöva sänka räntan mot noll än en gång. Ingves menade att han för sin del trodde att långa perioder med negativ eller mycket låg realränta inte var bra när det gäller den allmänna ekonomiska utvecklingen. Dessutom har det varit viktigt att beakta de risker för en alltför stor skuldsättning hos hushållen som en alltför låg ränta innebär. Boräntorna har nu stigit mer än reporäntan och terminsräntan, vilket underlättat anpassningen till den mycket starka återhämtningen av svensk ekonomi. Det visar också att det är viktigt att inte enbart fokusera på en varierande terminsräntekurva utan också beakta vad som sker på bolånemarknaden eller andra delar av kreditmarknaden. Det är bra att takten i hushållens upplåning nu bromsas. Sammantaget finns det idag inte anledning att ändra synen på den svenska penningpolitiken.

Ingves menade att ränteläget bör fortsätta anpassas till konjunkturläget för att se till att inflationen stabiliseras kring målet. Han menade att speciell uppmärksamhet bör läggas på om inflationsförväntningarna särskilt på längre sikt ökar men också på olika mått på kapacitetsutnyttjande i barometrar samt produktionsgap. Å ena sidan utgår huvudscenariot från att den höga KPI-inflationen i år inte driver upp inflationsförväntningarna och påverkar lönebildningen, å andra sidan påminner de stigande inflationsförväntningarna om perioden 2005-2008 med då tilltagande inflationstryck. Med högre löneökningar som inte motsvaras av en högre produktivitetsutveckling behövs snabbare räntehöjningar än i huvudscenariot. Motsvarande gäller om höga energi-, livsmedelspriser och andra råvarupriser internationellt skulle leda till mer påtagliga andrahandseffekter på inflationen i Sverige. Om å andra sidan den statsfinansiella krisen i Europa förvärras kan reporäntebanan behöva vara lägre än i huvudscenariot.

Med dagens riskbild står ett val mellan olika typer av risker. Ingves menade att för hans del kommer inflationsutvecklingen först och med den konjunkturbild Riksbanken

prognostiserar är det viktigt att inte vara för sent ute. Därför är det rätt att höja räntan nu. Samtidigt är det som alltid svårt att sja om framtiden. Det fångas väl av det faktum att 90 procent av sannolikhetsfördelningen för reporäntan om ett år ligger i intervallet 0,5-5 procent. Det glöms lätt bort när penningpolitiken diskuteras i termer av en räntebana.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ville också ta upp några mer övergripande frågor. För ett år sedan började majoriteten i direktionen höja räntan och strama åt penningpolitiken, trots att KPIF-prognosen låg under målet och trots att prognosen för samtliga mått på resursutnyttjandet låg under en normal nivå. Majoriteten började alltså höja räntan trots att penningpolitiken i utgångsläget inte var väl avvägd och trots att Jan Qvigstads villkor för en väl avvägd penningpolitik inte var uppfyllt. Qvigstads villkor innebär ju att prognoserna för inflation och resursutnyttjande inte båda får ligga för lågt om penningpolitiken ska vara väl avvägd.

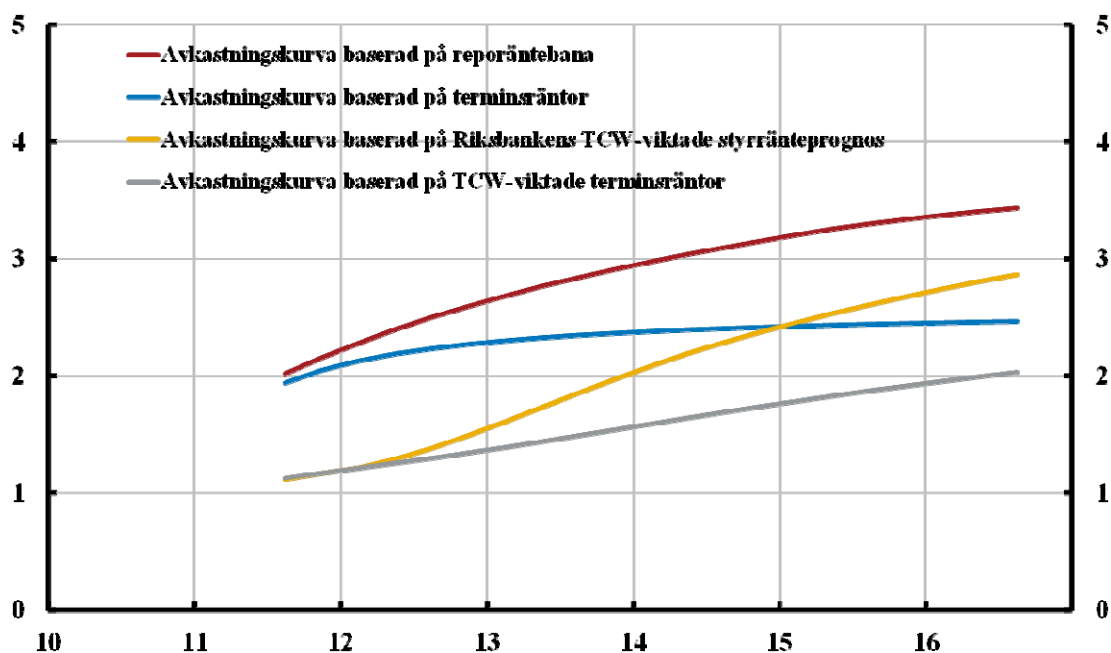
Under dessa omständigheter skulle man kunna vänta sig att den realekonomiska utvecklingen skulle bli ganska dålig. Istället har BNP-tillväxten under 2010 överraskat positivt. Innebär det att det var rätt att börja höja räntan?, frågade sig Svensson.

Enligt hans mening är svaret på den frågan nej. Den avsedda penningpolitiken hade blivit mycket dålig för den svenska ekonomin. Vad som räddat den svenska ekonomin kan ha varit att den *faktiska* penningpolitiken varit mycket mer expansiv än den *avsedda*. Som de flesta vet spelar reporäntan under de närmaste två månaderna mycket liten roll, eller ingen roll alls, för ekonomin. Vad som spelar roll för beslut om investeringar och sparande och för tillgångspriser och växelkurser är räntor med längre löptider, ett par år och längre. Det vill säga, vad som spelar roll är marknadens hela avkastningskurva.

I diagram 5 visar den röda kurvan den avkastningskurva som för närvarande är förenlig med huvudscenariots räntebana, det vill säga den avkastningskurva som skulle uppstå om räntebanan hade full trovärdighet och terminspremierna är normala. Denna avkastningskurva är vad Svensson kallar den avsedda penningpolitiken. Den blå kurvan visar nuvarande faktiska avkastningskurva. Detta är vad han kallar den faktiska penningpolitiken. Det är den blå kurvan som påverkar den svenska ekonomin, inte den röda kurvan. Han noterade att en femårsränta enligt den blå kurvan är cirka 100 punkter lägre än en femårsränta som är förenlig med räntebanan. En femårsränta som är 100 punkter lägre innebär en faktisk penningpolitik som är mycket mer expansiv än den avsedda. Om femårsräntan nu steg med 100 punkter skulle det vara mycket dåligt för den svenska ekonomin och det skulle drabba återhämtningen. Kronan skulle stärkas kraftigt och det skulle drabba exporten.

Diagram 5. Avkastningskurvor

Procent



Källor: Nationella källor, Reuters Ecowin, Riksbanken och egna beräkningar

Enligt Svensson har det sett ut ungefär så här från februari 2010. Från och med 2010 till nu har femårsräntan varit i genomsnitt nära 85 punkter lägre än den nivå som är förenlig med räntebanan. Den faktiska penningpolitiken har därigenom varit mycket mer expansiv än den avsedda. Detta trodde Svensson kunde vara en stor del av förklaringen till att tillväxten överraskat positivt under 2010. Hade femårsräntan varit i genomsnitt 85 punkter högre hade kronan stärkts kraftigt och återhämtningen förmodligen kommit av sig. Svensson menade till och med att huvudscenariots räntebana inte klarar vad man kan kalla trovärdighetstestet: Det hade inte varit bra för den svenska ekonomin om räntebanan blivit trovärdig och femårsräntan nått en nivå förenlig med räntebanan.

Effekten av lägre långa räntor har diskuterats flitigt i USA, i samband med diskussionen av effekterna av QE, "Quantitative Easing". En vanlig uppfattning är att QE kan ha sänkt långa räntor med cirka 50 punkter, främst genom att sänka terminspremierna. Dessa 50 punkter är mindre än de 85 punkter för den svenska femårsräntan Svensson just diskuterat. Enligt flera analyser kan detta haft betydande positiva effekter på den amerikanska ekonomin och hindrat arbetslösheten från att bli ännu högre och inflationen från att bli ännu lägre. Rimligtvis är den svenska ekonomin minst lika känslig för långa räntor som den amerikanska ekonomin, eftersom export och växelkurs spelar större roll i Sverige.

Det här är både viktiga och komplicerade frågor som förtjänar att utredas ordentligt framledes. Det anknyter också till vad Nyberg redan tagit upp. Låga långa räntor påverkar den svenska ekonomin oavsett om de är låga beroende på låga terminspremier eller låga förväntningar om framtida räntor. Om brist på svenska statspapper pressar ner långa statspappersräntor blir det mycket intressant för att bedöma effekten på realekonomin om detta också pressar ner andra långa räntor, som företags- och bostadsobligationer.

Dessutom, när man pratar om att tillväxten under 2010 överraskat positivt ska det inte glömmas att svensk ekonomi ändå i stort sett bara har hämtat in fallet från nivån före krisen. Fortfarande har tre års normal BNP-tillväxt förlorats, ungefär 6 procent av BNP.

När Svensson nu ser tillbaka på penningpolitiken under de senaste tre åren så ger en övergripande analys av penningpolitiken under krisen resultatet att penningpolitiken varit för stram, såvitt han kunde bedöma. Det kan hävdas att det penningpolitiska problem som krisen gett upphov till inte har förståtts riktigt rätt. Svensson menade att den övergripande diagnosen inte ställts helt rätt, något som nu framstår tydligare. Sverige drabbades av en mycket stor negativ efterfrågechock, ett mycket stort fall i exporten. En sådan negativ chock till aggregerad efterfrågan resulterar i både låg inflation och lågt resursutnyttjande. En sådan chock möts bäst med sänkt ränta och sänkt räntebana, för att med sänkt ränta upprätthålla inhemsk efterfrågan på konsumtion och investeringar och med svagare krona upprätthålla, så gott det går, utländsk efterfrågan på svensk export. Att motverka efterfrågechocker med expansiv penningpolitik är en enkel och robust princip, helt i linje med sunna förnuftet. Att börja höja räntan innan efterfrågechocken och dess återverkningar på investeringar, export och arbetslöshet neutraliserats är en politik som tycks gå emot det sunna förnuftet. Krångligare än så är det kanske inte.

Det verkar definitivt inte vara så att låga räntor skulle ha lett till ett hot mot den finansiella stabiliteten i Sverige, ett hot som måste mötas med högre ränta för att undanröjas. Detta är såvitt Svensson kunde se helt fel diagnos och fel politik i detta läge.

Riksbankschef **Stefan Ingves** poängterade att en majoritet i direktionen ansåg att den faktiska penningpolitiken är den politik som beslutas och genomförs.

Ingves, i egenskap av ordförande för mötet, fortsatte med att sammanfatta den penningpolitiska diskussionen. Tillväxten i svensk ekonomi är fortfarande god men kommer att normaliseras under prognosperioden. Resursutnyttjandet kommer att ligga på en normal nivå eller till och med något högre och löneutvecklingen förutsätts bli normal, vilket bidrar till att KPIF rör sig emot inflationsmålet på 2 procent. Samtidigt överstiger KPI målet under prognosperioden. Den analysen och de prognoserna sker mot bakgrund av en stor osäkerhet om utvecklingen i omvärlden och en penningpolitik som ser olika ut i olika delar av världen. Åtstramning pågår på vissa håll men några ekonomier för fortsättningsvis en betydligt mer expansiv penningpolitik.

Samtidigt är den statsfinansiella situationen i Europa osäker och det är inte känt hur dessa problem kan komma att hanteras. Ingves tolkning av de inlägg som gjorts under mötet är att om situationen i vissa europeiska länder förvärras är direktionen beredd att hantera den uppkomna situationen, vilket då också kan komma att påverka penningpolitiken.

En majoritet i direktionen ställde sig bakom den analys som återges i utkastet till penningpolitisk rapport och förordade en höjning av reporäntan. En minoritet förordade att lämna styrräntan oförändrad och en räntebana som först stiger långsammare och sedan snabbare än banan i utkastet till penningpolitisk rapport. Detta motiveras av deras bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor och svenskt resursutnyttjande båda är för höga och att en lägre ränta nu därför skulle ge bättre målluppfyllelse.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten tisdagen den 5 juli 2011 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,00 procent och att detta beslut tillämpas från och med tisdagen den 5 juli 2011,
- att tisdagen den 5 juli 2011 kl 9:30 offentliggöra beslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 18 juli 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 2,0 procent och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten.

De förordade en reporänta på 1,75 procent och sedan en räntebana som först stiger långsamt till 2 procent tredje kvartalet 2012 och sedan stiger snabbare och når en nivå på cirka 3,8 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av deras bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor och svenskt resursutnyttjande båda är för höga. Deras 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