



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2010-02-10

MÖTESTID: 09.00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Johan Gernandt, fullmäktiges
ordförande (§§ 1-3)
Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Claes Berg
Hans Dillén
Bul Ekici (§§ 1-3)
Heidi Elmér
Eric Frieberg
Jesper Hansson
Mia Holmfeldt (§1)
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Andreas Johnson
Tomas Lundberg (§§ 3-4)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
David Vestin
Staffan Viotti

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Hans Dillén och Andreas Johnson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

Mia Holmfeldt från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen av centralbankens extraordinära åtgärder och staters finansiering av sina budgetunderskott med fokus på utvecklingen i Grekland.

I takt med att situationen på de finansiella marknaderna förbättrats har flera centralbanker börjat fasa ut sina likviditetsstödande åtgärder. Till exempel löpte flera av Federal Reserves likviditetsrelaterade åtgärder ut i februari. Resterande åtgärder trappas ner och är planerade att avslutas under första halvåret 2010. Bank of England har meddelat att de gör ett uppehåll i sitt uppköpsprogram av statspapper men betonar att det finns en beredskap för en utökad omfattning vid behov. ECB har minskat löptiden i sin utlåning och planerar att slutföra uppköpsprogrammet av säkerställda obligationer under sommaren 2010. Riksbanken tog den 8 februari ytterligare ett steg i avvecklingen av sina åtgärder i och med den sista auktionen av lån med 12 månaders löptid till rörlig ränta.

I Grekland fortsätter oron kring landets ekonomiska situation. EU godkände i början av februari den stabilitetsplan som regeringen har presenterat för att komma till rätta med de svaga statsfinanserna. Grekland har en mycket stor statsskuld vilken till stor del ägs av utländska investerare. Framöver har Grekland ett stort lånebehov. Medellöptiden på statsskulden är dock relativt lång. I januari genomförde Grekland sin första nyemission för året men oron har kvarstått och räntorna på grekiska statsobligationer har fortsatt att stiga. Oron har även spritt sig till andra euroländer med svaga statsfinanser såsom Portugal och Spanien och där har räntorna på statsobligationer stigit den senaste tiden. För svensk del har utvecklingen i Grekland liten omedelbar påverkan. Svenska bankers exponering mot Grekland är mycket liten.

Bul Ekici från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan direktionens möte den 27 januari. De penningpolitiska förväntningarna har skiftat ned något i både USA och i euroområdet. Det som har bidragit till utvecklingen är framförallt centralbankernas budskap om fortsatt låg styrränta i samband med styrräntebesked samt att inkomsten makrostatistik talat mot tidiga höjningar. Den effekt Kinas åtstramning av likviditeten och höjning av bankernas reservkrav kan tänkas ha på inflation och tillväxt bedöms enligt analytikerna också ha bidragit. En annan faktor som har påverkat de penningpolitiska förväntningarna i euroområdet är oron kring flera euroländers statsfinanser.

Även i Sverige har de penningpolitiska förväntningarna skiftat ned något. Riksbankens kommunikation i penningpolitiska frågor sedan det förra penningpolitiska mötet i december bedöms ha bidragit till fallet i förväntningar sedan dess. Enligt marknadsbrevens förväntar sig analytikerna en oförändrad reporänta samt en oförändrad reporäntebana vid dagens möte. Sedan slutet av januari har kronan stärkts något mot de flesta valutor men försvagats mot den amerikanska dollarn och den japanska yenen. Räntorna på svenska statsobligationer har sjunkit något. Som redan nämnts har dock statsräntorna stigit i flera euroländer med svaga statsfinanser såsom Grekland och Portugal. Aktiemarknaderna har försvagats, framförallt i tillväxtländerna. Även råvarupriserna har sjunkit.

Jesper Hansson från avdelningen för penningpolitik presenterade en sammanfattning av underlaget till direktionens diskussion. Underlaget hade diskuterats vid ett möte med direktionen den 4 februari. Han konstaterade att konjunkturuppgången nu vilar på fastare mark. Tillväxten i USA och Asien inklusive Japan väntas nu bli högre än vid bedömningen i december. Tillväxten i euroområdet väntas dock bli något lägre.

Situationen på de finansiella marknaderna har stadigt förbättrats. Förtroendeindikatorerna har fortsatt stiga. Mycket av den inkomna utfallsstatistiken för både Sverige och

euroområdet pekar dock på en svag avslutning av 2009. Exempelvis utvecklades den svenska industriproduktionen svagt i oktober och november. Emellertid steg industriproduktionen med 1,8 procent i december. Det finns tecken på en tudelning av den svenska ekonomin där den inhemska efterfrågan har hållits uppe samtidigt som exporten fortfarande utvecklas svagt. När konjunkturen i omvärlden tar fart, bedöms efterfrågan på svenska produkter att öka och exporten stiga. Det har vidare kommit positiva signaler från arbetsmarknaden. Sysselsättningen har fallit mindre än förväntat och prognosen för arbetslösheten har reviderats ned jämfört med december.

Tillväxtutsikterna för Sverige är ungefär desamma som i december. Prognosen för BNP-tillväxten har reviderats ned något 2010 men är oförändrad 2011 och 2012. Detta innebär att BNP-tillväxten stiger framöver men att det kommer att ta tid innan ekonomin har återhämtat sig från den djupa nedgången i samband med krisen. Inflationsprognosen har reviderats upp 2010 men är oförändrad 2011 och 2012. Den senaste tidens uppgång i KPIF-inflationen bedöms vara tillfällig och den underliggande inflationen väntas falla tillbaka under 2010. Reporäntan föreslås i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport ligga kvar på 0,25 procent för att sedan höjas till mer normala nivåer med början under sommaren eller under tidig höst 2010. Penningpolitiken kommer därmed att börja normaliseras i något snabbare takt. På sikt höjs reporäntan däremot inte lika mycket. Fasträntelånen förfaller i juni, augusti och oktober vilket är en del av normaliseringen av penningpolitiken.

Alternativscenarierna i utkastet till den penningpolitiska rapporten inkluderar såväl en snabbare som en långsammare löneutveckling, en svagare växelkurs samt ett högre långsiktigt arbetskraftutbud. Dessutom beskrivs effekterna av en penningpolitik där reporäntan höjs snabbare än i prognosen under 2010-2011 samt ett scenario där reporäntan istället sänks till noll och därefter hålls 0,25 procentenheter under huvudscenariots räntebana i ungefär ett år.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att göra tre kommentarer. För det första instämde Öberg i bilden av den internationella utvecklingen som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Återhämtningen i världsekonomin fortsätter. BNP-tillväxten i världen som helhet ser ut att bli hyggligt stark med Asien som en pådrivande kraft. Även i USA räknar Riksbanken med en god tillväxt. Men i Europa ser det svagare ut, vilket gör att den sammanvägda BNP-tillväxten för Sveriges handelspartners bara blir 1,4 procent under 2010. Pris- och löneutvecklingen hålls nere av ett lågt resursutnyttjande, särskilt i Europa.

För det andra har inga större förändringar av prognoserna gjorts jämfört med i december. Riksbanken har reviderat upp prognosen för BNP-tillväxten 2010 i världen och USA något. Men det har inte fått något genomslag på den sammanvägda BNP-tillväxten för Sveriges handelspartners, eftersom BNP-tillväxten i euroområdet har reviderats ned marginellt. Även inflationen i omvärlden är marginellt nedreviderad.

För det tredje är prognoserna ovanligt osäkra. Det finns fortfarande en risk att BNP-tillväxten kommer att mattas av igen när väl effekten av de tillfälliga stimulanserna från den expansiva finans- och penningpolitiken avtar och lagercykeln vänder. Det finns också en osäkerhet om hur starka de dämpande krafterna efter finanskrisen kommer att bli. De stora

underskotten i de offentliga finanserna i USA och ett antal länder i Europa kommer att verka återhållande på tillväxten de närmaste åren. Den ökade skuldsättningen hos hushållen i USA kommer att ha en dämpande effekt på hushållens konsumtion. De europeiska bankernas förluster har inte tagits fram i ljuset fullt ut och kommer att hålla tillbaka kreditgivningen. Utvecklingen i de baltiska länderna är fortfarande problematisk.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** uppgav att han delar den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ville dock betona att även om återhämtningen i världsekonomin fortgår och situationen på de finansiella marknaderna normaliserats finns det, som i december, fortfarande behov av en expansiv penningpolitik i Europa och USA. Återhämtningen sker från en mycket låg nivå och kan mycket väl bli ganska långsam. Resursutnyttjandet i Europa och USA är fortfarande mycket lågt. Riskerna med att avbryta den expansiva penningpolitiken för tidigt är fortfarande större än riskerna med att den fortsätter för länge.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att slå fast att hon delar synen på konjunkturutsikterna i omvärlden i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon påpekade att tillväxten i världsekonomin under den närmaste tiden i genomsnitt verkar hamna på en hygglig nivå, men med stora skillnader mellan tillväxtländer i Asien och Latinamerika och de "gamla" industriländerna i Europa och Nordamerika. Botten verkar nådd för USA, men det är oklart hur stark tillväxt man kan räkna med framöver. Statsskuldsituationen och de amerikanska hushållens skuldsättning kommer att verka bromsande på utvecklingen. Den kinesiska ekonomin har fortsatt att växa relativt snabbt under i princip hela krisen och ser ut att fortsätta så även framöver. Ekholm tyckte dock att det är oroande att konflikten mellan USA och Kina om det stora kinesiska handelsöverskottet och Kinas ovilja att låta växelkursen stärkas ser ut att trappas upp. Hon menade att världsekonomin inte behöver en handelskonflikt mellan dessa två stora ekonomier med protektionistiska åtgärder från båda sidor.

Vidare tryckte Ekholm på att statsskuldutvecklingen i Europa utgör ett bekymmer. Framtida behov av budgetsanering kommer att minska utrymmet för tillväxt. För Sveriges vidkommande är det dock i första hand utvecklingen i de stora ekonomierna som Storbritannien, Tyskland och Frankrike som har betydelse. Utvecklingen i länder som Grekland och Portugal, som har diskuterats mycket i media under den senaste tiden, har inte så stor betydelse i detta avseende eftersom de endast står för en liten del av efterfrågan på svensk export. Men situationen i dessa länder kan ändå påverka utvecklingen framöver på lite olika sätt. Det råder en hel del osäkerhet om hur de åter ska kunna få statsfinanserna i balans och denna osäkerhet tycks bidra till en försvagning av eurons växelkurs. För euroområdet är detta troligtvis inte bara negativt eftersom det förbättrar den internationella konkurrenskraften i ett läge där euron tenderat att bli övervärderad. Och eftersom starkare realekonomisk utveckling i euroområdet i princip gynnar Sverige via starkare efterfrågan på svensk export så har det troligtvis även vissa positiva effekter på den svenska ekonomin.

Ekholm såg dock även en del risker. Även om utvecklingen i Grekland blir sådan att räntor och amorteringar på lånen mycket väl kan betalas så kan det ändå bli svårt att refinansiera de delar av skulden som förfaller till betalning. Marknadsaktörer skulle i så fall pressa fram en statsfinansiell kris som det i grunden inte finns något fog för. I det läget blir frågan om en räddningsaktion från övriga euroländer eller EU-länder akut. Det kan komma att te sig som ett val mellan pest och kolera; att acceptera att marknaderna driver fram en statsfinansiell

kris eller att genomföra en räddningsaktion som försvagar medlemsländernas incitament att sköta sina statsfinanser i framtiden. Som redogjorts för av Mia Holmfeldt i genomgången av utvecklingen i Grekland står landet inför ganska stora förfall på sin statsskuld under våren och det blir därför viktigt att följa vad som händer på marknaderna när de delarna av lånen ska refinansieras. Fallande värde på grekiska statspapper kan också leda till problem för de banker som innehar dessa papper så det kan också finnas anledning att följa upp var i banksystemet statspapperna finns.

Riksbankschef **Stefan Ingves** uppgav att han delade bedömningen av konjunkturutvecklingen i omvärlden som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten. I Asien är den ekonomiska tillväxten god samtidigt som inflationen där har börjat stiga. Den starka efterfrågan på råvaror kan bidra till att inflationen stiger ytterligare och även i övriga omvärlden. Samtidigt kan konstateras att växelkurserna i Asien är förhållandevis oflexibla. Detta kan leda till framtida obalanser i dessa länder.

I USA överraskade tillväxten positivt under fjärde kvartalet 2009. Dock kvarstår ett behov av anpassning då de globala obalanserna kvarstår och diskussionerna om detta återkommer nu. I Europa hämmar de svaga statsfinanserna tillväxten längre fram vilket kan komma att påverka Sverige. I Baltikum är läget nu stabilare och en mer positiv utveckling förväntas, dock från en mycket låg nivå. Estlands ansökan om medlemskap i EMU kan bli en viktig faktor. Om Estlands ansökan om medlemskap accepteras stärks stabiliteten i Sveriges närområde. Om ansökan däremot avslås kommer det att leda till ökad osäkerhet i regionen.

Ingves påpekade vidare att världshandeln fortsätter växa. Detta är positivt inte minst för Sverige men därutöver återstår de globala obalanserna och statsfinansiella problem. Ingves menade vidare att man i omvärlden kan börja ana en exit från den allra mest expansiva penningpolitiken. Det är än så länge en försiktig exit men riktningen är tydlig. Ingves påpekade även att det är svårt att förutsäga kronkursens utveckling. Det är därför rimligt att utgå från en standardprognos där kronan sakta stärks.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att lyfta fram att tillväxtprognosen för USA åter justerats upp 2010. Det påpekas ofta att den förstärkning av ekonomin som nu framträder är en följd av finanspolitisk stimulans och låga räntor. Och det är väl så; det är inte så länge sedan det stora bekymret var i vilken utsträckning stimulanserna överhuvudtaget skulle bita. Visst har det funnits fog för en sådan oro men nu har stimulanserna i alla fall fått effekt. Tanken med stimulanserna i USA och i andra länder är att stötta ekonomierna så att de efterhand kan rulla på av egen kraft.

När man tittar framåt och ska bedöma förutsättningarna för en självgående tillväxtprocess är den kanske viktigaste faktorn att det börjar se alltmer hoppfullt ut på den amerikanska arbetsmarknaden. Månadssiffrorna över sysselsättningen är alltid slagiga och revideras ofta. Men om man ser bortom detta brus så är tendensen ändå tydlig; en vändning på arbetsmarknaden kommer närmare. En förstärkning av sysselsättningen kan ge ett mer uthålligt stöd till den privata konsumtionen. Detta är mycket välkommet i en situation där man inte kan förvänta sig en kreditledd konsumtionsefterfrågan.

Wickman-Parak påpekade att hon tror att man kan känna sig relativt trygg när det gäller tillväxten i USA i år. Effekterna av det stora stimulanspaketet kommer till allra största delen att komma i år. Därtill har vissa ytterligare stimulansåtgärder aviserats. Osäkerheten är större längre fram när dessa effekter klingar av och man ska börja komma till rätta med

budgetunderskotten. Wickman-Parak menade att hon inte alls ville förminska de problem den amerikanska ekonomin står inför men att det ändå är viktigt att komma ihåg att den cykliska delen av underskotten kommer att rättas till när tillväxten nu tar fart. Att genomföra de budgetåtgärningar som ändå behövs är lättare när ekonomin växer.

För euroområdet har tillväxtprognosen till och med justerats ned en aning jämfört med i december. Indikatorerna har visserligen fortsatt att peka uppåt men utfallsdata stödjer den försiktiga bedömningen. Till skillnad från i Sverige finns det till exempel inte något stöd för att hushållen skulle bli en faktor som driver uppgången. Samtidigt har som bekant flera euroländer mer eller mindre akuta problem med de offentliga finanserna. Uppgången är bräcklig och den förstärkning i förtroendet som man sett i flera länder riskerar att få sig en knäck när eurosamarbetet genom situationen i Grekland ställs inför sitt svåraste prov någonsin. Som Ingves påpekat kan en försvagning av tillväxten i euroområdet få återverkningar på den svenska ekonomin.

Wickman-Parak avslutade med att säga att hon delar utkastets analys av det internationella läget och att hon ansluter sig till de prognoser som presenteras.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** meddelade att han i allt väsentligt delar den analys som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Nyberg ville bara ge några kompletteringar och nyanseringar.

De finansiella marknaderna, dominerade av New York och London, fungerar nu av allt att döma åter i huvudsak normalt. Ett antal centralbanker har inlett en utfasning av de åtgärder som stöttat likviditeten i marknaderna utan att detta fått negativa effekter. Detta var förväntat. Den nervositet som för närvarande finns i marknaderna har inte att göra med att de skulle fungera illa. Den härrör delvis från utvecklingen i Grekland och andra delar av Sydeuropa. Men framför allt kommer den från en osäkerhet om hur de finanspolitiska åtgärderna ska avvecklas världen över och om hur de kvarvarande statliga skuldstockarna ska hanteras. Trovärdiga planer för detta fordras för en ökad säkerhet i marknadernas prissättning av räntebärande papper. Men denna osäkerhet ska inte blandas ihop med att marknaderna skulle fungera sämre eller vara mindre likvida än normalt.

När det gäller Grekland ska man komma ihåg att den grekiska ekonomin är ganska liten i relation till det övriga EMU-kollektivet. Att låta Grekland helt gå överstyr skulle sannolikt ge större kostnader än att hitta en lösning på problemen. Värre är det om även andra länder i Sydeuropa skulle få allvarliga problem.

Som Öberg påpekat finns det med all sannolikhet betydande förluster som ännu inte redovisats i ett antal europeiska banker. Men marknaden känner även till detta och potentialen för överraskningar har minskat. Man kan också konstatera att viljan att fylla på med privat kapital i bankerna har varit betydande. Risker att kapitalbrist i bankerna skulle bli ett allvarligt problem i uppgången har minskat.

I Baltikum finns onekligen en återstående osäkerhet om utvecklingen. Men det är i huvudsak en annan osäkerhet än förra sommaren. Nu talas det om frågan om Estland kommer med i EMU, som Ingves påpekat, och om hur lång tid det kan ta för Lettland att återskapa en rimlig tillväxt. Tidigare talades det om huruvida de baltiska banksystemen skulle kollapsa och om Lettland skulle tvingas till en devalvering. Mycket kan fortfarande hända, men stabiliteten har ökat.

På den reala sidan noterade Nyberg att utvecklingen gett Riksbanken anledning att sedan december göra en uppjustering med en halv procentenhet av den förväntade tillväxten i världen för detta år. Sedan juli 2009 har den förväntade tillväxten för 2010 reviderats upp från 2,3 till 3,9 procent, alltså med 1,6 procentenheter. Asien har drivit utvecklingen men även USA har spelat en roll vilket man inte vågade tro förra sommaren.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen om den internationella utvecklingen med att direktionen väsentligen stödjer den bedömning som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten men att olika nyanser av denna bedömning hade framförts.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** uppgav att han ställer sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och att justera räntebanan på det sätt som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Öberg hade fyra kommentarer.

För det första instämmer Öberg i bilden av den svenska utvecklingen som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten. BNP-tillväxten ser ut att bli i genomsnitt cirka 3 procent per år under prognosperioden, men återhämtningen sker från en låg nivå. Skillnaderna är stora mellan olika delar av ekonomin. Industrin har påverkats starkt av fallet i världshandeln, medan tjänstesektorn har hållits uppe av en expansiv finans- och penningpolitik. Resursutnyttjandet kommer att vara lågt under prognosperioden och kommer att hålla nere inflationstrycket. Det låga inflationstrycket och det låga resursutnyttjande talar för att Riksbanken bör hålla räntan på nuvarande låga nivå ett tag till och sedan gradvis höja den upp mot en mer normal nivå.

För det andra talar revideringarna sedan i december för en något mindre expansiv penningpolitik. Finansmarknaderna har fortsatt att förbättras. Prognosen för BNP-tillväxten är i stort sett densamma. Prognosen för i år är marginellt nedreviderad till följd av en något svagare utveckling av produktion och export fjärde kvartalet ifjol. Däremot utvecklades sysselsättning och arbetslöshet bättre i slutet av förra året än vad som förutsågs i december. Det har medfört att Riksbanken nu räknar med att sysselsättningen inte faller lika mycket i år och att arbetslösheten inte ökar lika mycket som i decemberprognosen. Till skillnad från under hösten, när inflationsprognoserna successivt reviderades ner, har Riksbanken nu också reviderat upp prognosen för den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi. Det stärker bilden av att Riksbanken bör börja höja räntan i början av hösten eller kanske redan i juli.

För det tredje är prognoserna osäkra i flera avseenden. Framåtblickande data som konjunkturbarometern tyder på en ganska god utveckling, medan hårddata om produktion och utrikeshandel fortfarande är svaga. Inflationsprognosen är bland annat beroende av en förväntad förstärkning av kronan, vilken är genuint osäker. Det alternativa scenario med en försvagning av kronan som redovisas i kapitel 2 i utkastet till den penningpolitiska rapporten tyder på att den underliggande inflationen mätt med KPIF vid en sådan utveckling skulle kunna hamna en bra bit över 2 procent per år under prognosperioden.

För det fjärde ville Öberg ta upp en speciell osäkerhetsfaktor, nämligen årets avtalsförhandlingar. Även för dessa finns det känslighetsberäkningar i kapitel 2. Riksbanken räknar i huvudprognosen med att timlönerna, med hänsyn till det svaga arbetsmarknadsläget, låga inflationsförväntningar med mera, ökar med cirka 2,5 procent per år under prognosperioden. I denna siffra ingår inte bara de avtalade löneökningarna utan också löneökningar utöver avtalen. Det är en mycket låg ökningstakt jämfört med de senaste 40 åren.

Årets avtalsförhandlingar kommer att få stor betydelse för lönerna, inflationen och penningpolitiken under prognosperioden. Det finns flera osäkra faktorer inför avtalsförhandlingarna. Vad blir den genomsnittliga nivån på de avtalade löneökningarna? Hur kommer tudelningen av den svenska ekonomin att påverka löneutvecklingen i olika delar av ekonomin? Vilken del av ekonomin kommer att bli lönenormerande, industrin som mer direkt och påtagligt känner av konkurrensen med den låga pris- och löneutvecklingen i omvärlden eller den privata tjänstesektorn som i högre utsträckning kan vältra över kostnadsökningar på priserna? Vad kommer den ovanligt stora osäkerheten om konjunkturen att innebära för längden på avtalen? Det är viktigt för Riksbanken att noga följa vad som händer i avtalsförhandlingarna.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** meddelade att han delar den syn på den ekonomiska utvecklingen i Sverige som förs fram i utkastet till penningpolitisk rapport, men att han föredrar en lägre reporäntebana än den i huvudscenariot. En lägre bana leder till ett klart bättre utfall för inflationen och resursutnyttjandet utan att medföra några problem för de finansiella marknadernas funktionssätt eller den finansiella stabiliteten.

Med en flexibel inflationsmålspolitik gäller det att välja en reporäntebana som på bästa sätt stabiliserar såväl inflationen runt målet som resursutnyttjandet runt en normal nivå. Det innebär att välja en reporäntebana så att motsvarande prognos för inflationen ligger så nära målet som möjligt och att motsvarande prognos för resursutnyttjandet ligger så nära ett normalt resursutnyttjande som möjligt. Det är detta som är en väl avvägd penningpolitik.

Om det uppstår en konflikt mellan att stabilisera inflationen och stabilisera resursutnyttjandet så menas med en väl avvägd penningpolitik en rimlig kompromiss mellan stabilitet i inflationen och i resursutnyttjandet. Om det inte finns någon sådan konflikt är det mycket enklare. Då gäller det bara att hitta en räntebana som bäst stabiliserar både inflationen och resursutnyttjandet. I nuvarande läge kan man faktiskt hävda att det inte finns någon konflikt.

Man kan inte gärna veta vilken reporäntebana som är bäst i en viss situation utan att jämföra prognosen för inflationen och resursutnyttjandet med motsvarande prognos för olika alternativa reporäntebanor. En sådan jämförelse finns i slutet av kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. I diagram 2.13 på sidan 28 visar den röda prickade kurvan huvudscenariots reporäntebana medan den blå och den gula prickade kurvan visar en reporäntebana som är lägre respektive högre än huvudscenariots reporäntebana. Avvikelseerna är 0,25 procentenheter uppåt eller nedåt i fyra kvartal, sedan sker en jämn återgång till huvudscenariots reporäntebana.

Diagram 2.14 visar prognosen för ett mått på resursutnyttjandet, nämligen arbetsmarknadsgapet, för de tre reporäntebanorna. Diagram 2.15 visar den tillhörande prognosen för inflationen, mätt som KPIF. Dessa tre diagram sammanfattar vad dagens

penningpolitiska beslut handlar om. Vilket penningpolitiskt alternativ ska väljas? Vilken reporäntebana ska väljas: huvudscenariots reporäntebana eller en högre eller en lägre reporäntebana?

Svensson ansåg att en stor del av den penningpolitiska beslutsprocessen och diskussionen idag borde handla om penningpolitiska alternativ som dessa tre och deras för- och nackdelar. Av rapportens mer än 60 sidor och mer än 80 diagram borde mer än två sidor och tre diagram handla om valet mellan olika penningpolitiska alternativ. Svensson befarade att beslutsprocessen alltför snabbt och alltför okritiskt låser sig vid ett visst alternativ istället för att noggrant och utförligt överväga flera alternativ och välja det bästa, och mycket tydligt redovisa varför ett visst räntebeslut och inte ett annat tagits. Som finansutskottet uttrycker det i sitt betänkande 2007 över Giavazzi och Mishkins utvärdering av penningpolitiken: "En flexibel penningpolitik kräver, enligt utskottets bedömning, en starkt utvecklad öppenhet och att Riksbanken mycket tydligt redovisar varför olika räntebeslut tagits. Det är också en förutsättning för att penningpolitiken ska kunna granskas och utvärderas."

Av dessa diagram framgår att den lägre reporäntebanan ger ett klart bättre utfall för både inflationen och resursutnyttjandet. Den blå kurvan i diagram 2.14, som visar arbetsmarknadsgapet för den låga reporäntebanan, ligger klart över den röda kurvan, som visar huvudscenariot. Även för den lägre reporäntebanan blir resursutnyttjandet lägre än normalt under prognosperioden, men det blir högre än i huvudscenariot. Den blå kurvan i diagram 2.15, som visar inflationsprognosen för den låga reporäntebanan, ligger klart närmare inflationsmålet under större delen av prognosintervallet än den röda kurvan, som motsvarar huvudscenariot. Det verkar alltså klart att den lägre reporäntebanan är att föredra eftersom den ger ett tydligt bättre utfall, både för inflationen och för resursutnyttjandet.

Man kan tycka att om man ändå inte väljer den låga reporäntebanan måste man ha mycket tunga skäl för detta. Det betyder ju att man åsidosätter strävan att bäst uppnå inflationsmålet och bäst stabilisera resursutnyttjandet. Men vad kan vara viktigare än att uppnå inflationsmålet och stabilisera resursutnyttjandet? Tyvärr framgår det inte av utkastet till penningpolitisk rapport varför det i detta läge är rätt att prioritera något annat än inflationsmålet och resursutnyttjandet.

Mot bakgrund av detta förordade Svensson den lägre räntebanan som visas i diagram 2.13, där räntan sänks med 0,25 procent till noll och sedan ligger 0,25 procent lägre än i huvudscenariot till och med fjärde kvartalet 2010 för att sedan gradvis återgå till huvudscenariots reporäntebana.

Allt tyder således på att den lägre reporäntebanan är klart bättre när det gäller att stabilisera såväl inflationen runt målet som resursutnyttjandet runt en normal nivå. Om man ändå inte väljer den lägre reporäntebanan framför huvudscenariot borde man kunna hävda att den lägre reporäntebanan med rimlig säkerhet skulle medföra konsekvenser som i detta läge väger tyngre än prisstabilitet och stabilt resursutnyttjande. Bevisbördan borde ligga på den som inte vill välja den låga räntebanan.

Vad står det då i utkastet till penningpolitisk rapport beträffande de olika penningpolitiska alternativen? Efter att diagrammen 2.13-2.15 presenteras finns i utkastet på sidan 38 meningen "Huruvida räntesättningen i dessa scenarier bedöms ge en ekonomisk utveckling som är bättre eller sämre än i huvudscenariot är ingen enkel fråga att besvara." Det borde

istället stå: "Huruvida räntesättningen i dessa scenarier bedöms ge en ekonomisk utveckling som är bättre eller sämre än i huvudscenariot är en mycket enkel fråga att besvara. Den lägre räntebanan ger en bättre utveckling, medan den högre ger en sämre utveckling."

I nästa stycke nämns olika mått på resursutnyttjandet och måttens osäkerhet. I detta fall ger dock alla mått på resursutnyttjandet samma svar. Den lägre reporäntebanan är bättre, och den högre är sämre. Andra prognosmakare än Riksbanken, som Konjunkturinstitutet, finansdepartementet och OECD, har ännu lägre uppskattningar av resursutnyttjandet än Riksbanken. Stycket om resursutnyttjandet ger alltså inte några argument för att inte välja den låga reporäntebanan.

I stycket därefter nämns att det är svårt att veta hur ekonomiska aktörer agerar och finansiella marknader fungerar när räntenivån är mycket låg. Svensson sa att han dock inte känner till några uppgifter om att ekonomiska aktörer skulle agera annorlunda eller paradoxalt vid låga räntenivåer, eller varför detta skulle ha så drastiska konsekvenser att det skulle dominera över alla andra överväganden. Det har varit mycket låga räntenivåer i flera länder i mer än ett år, dessutom betydligt lägre räntor i flera länder än i Sverige. I Schweiz har man haft reporäntor på ett par punkter. Som framgår av den ekonomiska kommentaren "Reporäntans nedre gräns" som publicerades på Riksbankens webbplats i höstas kan man inte hitta några som helst problem på de finansiella marknaderna som kan hänföras till låga räntenivåer.

Sedan dess har det gått några månader till. Både avdelningen för penningpolitik och avdelningen för finansiell stabilitet bevakar noga utvecklingen på de finansiella marknaderna och har mycket god information om dem. Det finns fortfarande inga som helst tecken på att låga räntor inneburit något problem för den finansiella stabiliteten eller de finansiella marknadernas funktionssätt. Det är inga problem med storbankernas räntenetto och inlåning, till exempel. Det nämns att Bank of England inte har gått lägre ned än till 0,5 procent. Såvitt Svensson visste är detta på grund av oro för räntenettet för så kallade "building societies", ett slags sparbanker som ger ut bostadslån, men detta är inte relevant för Sverige där fyra storbanker dominerar den finansiella sektorn.

I sista stycket på sidan 28 nämns risker förknippade med överdriven kreditgivning och snabbt stigande huspriser. Dessa risker har noga studerats såväl i Riksbankens senaste stabilitetsrapport som av Finansinspektionen. Den entydiga och säkra slutsatsen utgående från mycket detaljerade data, studier och stresstest är att bostadsmarknad och kreditgivning för närvarande inte innebär något stabilitetsproblem. Lars Frisell, Finansinspektionens chefsekonom, har i Dagens Industri klart uttalat att bostadsmarknad och bolån inte utgör något stabilitetsproblem. Skulle sådana problem uppstå någon gång i framtiden har Finansinspektionens utomordentligt effektiva instrument i form av regler för belåningsgrad, amortering och boendekostnadsberäkning. Reporäntan är däremot ett mycket trubbigt och olämpligt instrument för att påverka eventuella risker av detta slag. Det finns alltså inget skäl till att låta huspriser och kreditgivning påverka räntebeslutet nu.

Vidare påpekade Svensson att när det gäller den obefogade "nollräntemystiken" som florerat vilt och som han kommenterat vid tidigare penningpolitiska möten och i olika tal så är nollräntemystiken i alla händelser inte längre relevant. Dels därför att finansmarknaderna normaliserats, dels därför att den låga reporäntebanan i figur 2.17 innebär en nollränta under begränsad tid, fram till sommaren, och i fortsättningen innebär en positiv ränta.

Utkastet till penningpolitisk rapport ger alltså inte några goda skäl mot att välja den lägre reporäntebanan. Finns det några utsagda motiv? Utsagda motiv hör dock inte hemma i en transparent penningpolitik. Det som inte tål att sägas öppet kan inte vara något gott skäl.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att slå fast att hon respekterar Svenssons sätt att resonera men att man också kan närma sig det penningpolitiska beslutet på annat sätt. Angående nollräntemystiken så hade Svensson vid olika tillfällen fört fram att man också kunde tänka sig att ha en negativ ränta även om det fanns en begränsning för hur långt man kunde gå. Wickman-Parak ville fråga Svensson varför han inte förordade en räntebana med negativ ränta för att därigenom nå en ännu bättre måluppfyllelse? Hon fortsatte med att påpeka att hon under en ganska lång period haft en mer positiv syn på tillväxtutsikterna både i omvärlden och här hemma och att hon också varit ganska utförlig med att beskriva sina bevekelsegrunder. Wickman-Parak menade att eftersom hon nu i allt väsentligt delar den analys och de prognoser som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten så ville hon inte fördjupa sig i kommentarer av konjunkturen. En fyllig beskrivning finns i utkastet.

Wickman-Parak ville ändå lyfta fram ett par faktorer. Den första är att det glädjande nog har blivit mer tydligt att situationen på arbetsmarknaden inte är lika mörk som tidigare förutsetts. Vid mötet i december var Wickman-Paraks syn att en viss omvärdering kanske låg i färdriktningen. Sysselsättningsstatistiken och andra indikatorer för arbetsmarknaden talar nu mer tydligt i den riktningen. Enlig Riksbankens prognos väntas fortfarande sysselsättningen falla i år men fallet beräknas bli knappt en procent. Så sent som i december var prognosen ett fall på drygt 2 procent och om man går tillbaka till juli var prognosen ett fall på drygt 3 procent. Som illustreras i utkastet till penningpolitisk rapport har sysselsättningen inte betett sig enligt det historiska mönstret. Det är svårt att fånga in det som komma skall när ekonomin utsätts för stora chocker. Men allteftersom siffrorna mer entydigt pekar åt ett visst håll får man så småningom rätta sig efter att kartan inte stämmer med terrängen.

En förklaring till utvecklingen kan vara att tjänstesektorn gått relativt oskadd ur krisen. En annan förklaring kan vara att företagen känt förtroende för att den abrupta nedgången skulle bli av mer tillfällig natur. Massiva ekonomisk-politiska åtgärder kan ha bidragit till det. Det kontrasterar mot det man såg under 90-talskrisen. En reflektion är att man visst ska dra lärdom av tidigare kriser men ändå vara försiktig med att dra långtgående paralleller. Olika element i krisförloppen skiljer sig åt.

Den andra faktorn som Wickman-Parak ville lyfta fram är riskbilden när det gäller inflationen som hon berört på flera tidigare penningpolitiska möten. Vid mötet i december berörde Wickman-Parak bland annat kronprognosens roll och risken för att lägga allt för stor vikt vid denna variabel; träffsäkerheten i prognoserna brukar inte vara den bästa. Som framgår av utkastet till den penningpolitiska rapporten finns det skäl att förutse en starkare krona. Men det kan inte uteslutas att den blir svagare. I ett alternativscenari i utkastet finns ett scenario med svagare kronkurs. Wickman-Parak menade att hon inte bedömde att växelkursen ska utvecklas på det sätt som scenariot skisserar men att scenariot tydligt visar hur känslig inflationsprognosen är för vad som förutses hända med växelkursen.

När man ser till de faktiska utfallen för inflationen den senaste tiden så har de överraskat uppåt trots det låga resursutnyttjandet. Det gäller samtliga underliggande mått på

inflationen vilket illustreras i ett diagram i kapitel 3 i utkastet till penningpolitisk rapport. Det finns goda skäl att som i Riksbankens prognos anta att uppgången är tillfällig och att den underliggande inflationstakten faller tillbaka efter hand. Men det finns en bredd i uppgången och det kan tyda på en mer ihållande uppgång. Säker kan man under alla omständigheter inte vara.

Wickman-Parak gick vidare med att diskutera dagens beslut. Resursutnyttjandet är lågt och inflationsshotet är inte överhängande även om det finns anledning att vara observant på tendenserna framöver. Wickman-Parak ställde sig bakom förslaget att hålla räntan oförändrad ännu en tid. Hon ställde sig också bakom prognoserna i utkastet till den penningpolitiska rapporten och den reporäntebana som är inbäddad i den. Riksbanken har haft att hantera skadeverkningarna av en djup kris och en extremt låg ränta har behövts. Men siktet har varit inställt på att krisräntan ska överges när konjunkturen och situationen på finansmarknaderna börjar normaliseras. Wickman-Parak menade att hon även tidigare gett uttryck för att gradvisa höjningar på ett tidigare stadium är att föredra. Hushållens upplåning ökar med oförminskad styrka. En gradvis höjning ger hushållen en möjlighet att successivt börja anpassa sin upplåning. Hennes syn vid mötet i december var också att en tidigare anpassning kunde innebära att räntan i gengäld inte behövde höjas lika mycket som den då liggande reporäntebana utvisade.

Wickman-Parak välkomnade att reporäntebanan nu ger uttryck för att räntan kan höjas något tidigare än fallet var i den reporäntebana som följt med sedan juli. För egen del hade hon gärna sett en något högre sannolikhet för en höjning i juli men hon menade att det inte är något som motiverar en reservation från hennes sida. Och till slut; när Riksbanken så småningom börjar höja reporäntan så innebär det ändå en historiskt sett låg ränta under en lång period såsom prognosen nu ligger.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** uppgav att utkastet till den penningpolitiska rapporten ger en nyanserad bild av hur förhållandena gradvis förbättrats under hösten 2009 och hittills i år. Konjunkturen står nu på fastare mark och en mindre upprevidering av räntebanan är befogad. Sedan i juli 2009 har prognosen för den inhemska tillväxten höjts från 1,4 till 2,5 procent. I juli gjordes bedömningen att arbetslösheten skulle toppa på 11,0 procent under detta år. Nu tror Riksbanken på 9,4 procent. Sysselsättningen har samtidigt minskat väsentligt mindre än vad Riksbanken då trodde. Sverige har lämnat krisläget och gått in i en djup men ändå normal lågkonjunktur.

Under senare tid har vidare inflationen ökat mer än förväntat. Det kan vara svårt att avgöra hur mycket av den ökningen som är tillfällig, men den omfattar ett bredare spektrum av varor och tjänster än förväntat, inte bara energi. Detta är värt att uppmärksamma och, om det fortsätter, värt att oroa sig för.

Tudelningen mellan tjänstesektor och industri har också fortsatt. Den inhemska ekonomin har kunnat stimuleras med finans- och penningpolitik, vilket syns tydligt i utvecklingen inom tjänstesektorn. Detta är naturligtvis i grunden bra och en viktig orsak till de positiva tillväxt- och sysselsättningssiffrorna. Industrin, som i huvudsak är exportberoende, visar däremot en långt sämre utveckling. Nyberg påpekade att han mot denna bakgrund delade Öbergs farhågor inför lönerörelsen. Det är industrins utveckling och framför allt det låga kapacitetsutnyttjandet som gör det angeläget att hålla räntan låg ännu en tid.

Mot bakgrund av allt detta gjorde Nyberg bedömningen att det är rimligt att idag behålla reporäntan på 0,25 procent, men att justera räntebanan så att uppgången inleds något tidigare än planerat. Nyberg sa att han nog ville att det skulle vara mer sannolikt att den första höjningen sker i juli men detta är marginellt i sammanhanget. Nyberg ställde sig alltså bakom den föreslagna räntebanan. Den stämmer i allt väsentligt med den syn som han och Wickman-Parak framfört under de senaste penningpolitiska mötena. I detta ligger också att reporäntan på lång sikt inte höjs lika mycket som tidigare och att banan blir flackare.

I dagens expansiva penningpolitik ligger också de tre lån till fast ränta som Riksbanken gett till bankerna och som förfaller under sommaren och hösten. En viktig del när politiken nu görs något mindre expansiv är att dessa lån inte förlängs. Det förväntas sig inte heller marknaden, men det är viktigt att vara tydlig på denna punkt.

Nyberg ville därefter byta fokus. Tudelningen av ekonomin, där Riksbanken lyckats stimulera den inhemska efterfrågan, har också en annan sida. Hushållens upplåning har fortsatt att stiga med närmare 10 procent på årsbasis. Bostadspriserna har också fortsatt uppåt på de flesta håll i landet. Mot bakgrund av den djupa lågkonjunkturen och den höga arbetslösheten kan denna utveckling förefalla förvånande. En viktig förklaring är naturligtvis de låga räntorna, så Riksbanken bidrar utan tvekan till utvecklingen.

Är detta ett problem? Den undersökning som Finansinspektionen nyligen gjort tyder enligt tidningarna på att de hushåll som lånar också är de som har råd att låna. Det är samma resultat som Riksbanken brukar visa i sina rapporter om den finansiella stabiliteten. Det är alltså svårt att se att utvecklingen skulle utgöra en fara för bankerna och därmed för den finansiella stabiliteten. Här ligger alltså inte problemet.

Enligt Finansinspektionens undersökning förefaller det också som om bankerna på ett korrekt sätt kontrollerade att lånekunderna kan klara av väsentligt höjda räntor. Men här tyckte Nyberg ändå att det finns anledning till en viss oro. Bankerna vill gärna låna ut till hushållen – företagen vill ju inte ha deras pengar för närvarande – och hushållen ser möjlighet att genomföra saker som höga räntor tidigare gjort omöjliga. Det är inte orimligt att tro att vissa hushåll tänjer på sina marginaler mer än de normalt skulle göra. En låg ränta under lång tid har ju också varit ett av Riksbankens budskap. Nyberg trodde inte att man ska bli förvånad om de planerade räntehöjningarna kommer att avslöja fler hushåll med betalningssvårigheter än vad som normalt kan observeras i en uppgång. Detta är i sig inget problem för penningpolitiken, men Nyberg menade att Riksbanken icke desto mindre riskerar att hamna i centrum av diskussionen.

Man bör också betänka att det inte bara är Riksbankens räntehöjningar som hushållen har att beakta. När bankerna får nya krav på likviditet och kapitaltäckning kommer deras kostnader att öka och dessa kostnader kommer sannolikt att i betydande utsträckning föras över på kunderna. Vad detta kan betyda i procentenheter är svårt att bedöma idag, men Nyberg trodde inte att det skulle bli negligerbart.

Den fråga som är viktig för penningpolitiken är följande. De reala huspriserna har stigit mer i Sverige under det senaste decenniet än i många andra länder. Det tycks visserligen som om att det går att förklara utvecklingen med fundamentala faktorer som stigande inkomster och lågt byggande. Men det gick att förklara prisutvecklingen med fundamentala faktorer också före krisen 1992, och ändå föll priserna på många håll med runt 40 procent. En sådan utveckling skulle påverka realekonomin och därmed också förutsättningarna för

penningpolitiken. I dagens diskussion, som präglas av liknande händelser på andra håll i världen under krisen, är denna risk värd att beakta.

Nyberg menade att det i detta läge finns anledning att markera viss oro genom att höja räntan något tidigare än vad som annars skulle ha gjorts. Sådana markeringar har Riksbanken gjort vid flera tidigare tillfällen, kanske mest som en del av sin kommunikation. Även utvecklingen av hushållens upplåning och bostadspriserna är alltså ett motiv för att justera upp räntebanan som föreslagits. Men penningpolitiken är inte det effektivaste medlet om man vill bromsa upp utvecklingen en aning. Än bättre vore det om Finansinspektionen till exempel satte en gräns för belåningsgraden för nya huslån.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inflikade här att som Nyberg sa så har Riksbanken reviderat upp prognoserna för BNP-tillväxten 2010 och 2011 sedan i juli förra året. Men prognosen för inflationen har reviderats ned. I juli räknade Riksbanken med att den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi skulle bli 2,0 procent per år under åren 2010 och 2011. Nu bedöms den bli under 2 procent per år båda åren. Det bör man ha med när man beskriver hur prognoserna har ändrats sedan i juli.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** meddelade att hon stödjer förslaget att hålla reporäntan oförändrad och justeringen av reporäntebanan i riktning mot en något tidigare höjning men samtidigt lägre reporänta mot slutet av prognosperioden.

Ekholm tyckte att bilden av hur den svenska ekonomin utvecklar sig är ganska splittrad. Sysselsättningen har blivit starkare än vad som förväntades vid mötet i december. Men samtidigt blev utfallen för arbetade timmar något svagare. Inflationen har kommit in något högre än förväntat. Men samtidigt bedöms uppgången vara temporär och den underliggande inflationen förväntas falla tillbaka. Det är en rimlig bedömning eftersom det finns flera faktorer som talar för ett lågt inflationstryck framöver. Löneökningarna förväntas bli låga till följd av en svag arbetsmarknad. Produktivitetstillväxten förväntas bli hög när produktionen väl tar fart, vilket tillsammans med låga löneökningar borde leda till låg tillväxt i arbetskostnad per producerad enhet. Till detta kommer en förväntad förstärkning av kronan, som borde hålla ned ökningstakten i importpriserna. Det finns alltså mycket som talar för att inflationstrycket blir lågt framöver. Ekholm höll med Wickman-Parak om att det i ljuset av detta är lite förvånande att inflationen blivit så pass hög under den senaste tiden.

Ekholm höll också med Öberg och Nyberg om att utvecklingen ser relativt olika ut i olika delar av ekonomin. Stora delar av tjänstesektorn går ganska bra, medan industrisektorn fortfarande går dåligt till följd av att efterfrågan på svenska exportprodukter fortfarande är svag. Företagen lånar fortfarande inte för investeringar, åtminstone inte av bankerna, medan hushållen lånar desto mer.

Ekholm menade att det är långt ifrån klart vart svensk ekonomi är på väg, men sammantaget ansåg hon att det är motiverat att göra en lite mer optimistisk bedömning av läget än vad som gjordes i december. Liksom Svensson bedömer Ekholm att kostnaderna för att strama åt penningpolitiken för tidigt och eventuellt bryta en återhämtning är högre än kostnaderna för att vänta för länge. Detta motiverar en oförändrad reporänta på 0,25 procent och att reporäntan hålls på denna låga nivå fortsatt en tid framöver. Men samtidigt framstår risken för att återhämtningen ska brytas som något mindre än tidigare. I den bedömningen spelar den fortsatta normaliseringen på finansmarknaderna stor roll. Mot bakgrund av det ansåg Ekholm att det är rimligt att justera reporäntebanan i riktning mot en

något tidigare höjning. Att inflationen blivit överraskande hög är en faktor som pekar i samma riktning. Men fortfarande råder stor osäkerhet om utvecklingen framöver.

Ekholm valde slutligen att kommentera Svenssons resonemang om den jämförelse mellan olika räntebanor som görs i den penningpolitiska rapporten. Ekholm uppgav att hon själv tyckte att det resonemang som finns i rapporten om att det kan finnas konsekvenser av olika räntebanor som inte fångas i analysen är bra. Olika direktionsledamöter kan ha olika uppfattningar om hur sannolika dessa konsekvenser är och vilken betydelse de har för utfallet, men ytterst handlar det om olika bedömningar. Ekholm menade att hon tvivlar på att man någonsin kommer att kunna fånga alla olika bedömningar av risker i en siffersatt analys av utfallet för olika räntebanor.

Ekholm angav två skäl till att hon är emot en sänkning av reporäntan. Det ena är att hon tror att det finns en risk att förväntningsbildningen kan påverkas under lång tid framöver om centralbanken sänker styrräntan i en konjunkturuppgång, eftersom det ganska tydligt skulle bryta mot tidigare mönster. Det andra är att utvecklingen på bostadsmarknaden med hög tillväxt i hushållskrediter och höjda bostadspriser gör det olämpligt med en räntesänkning. Ekholm framhöll att hon håller med Nyberg om att det inte handlar om att utvecklingen på bostadsmarknaden riskerar att leda till problem när det gäller finansiell stabilitet. Det handlar inte om att bankerna hotas av denna utveckling, utan det handlar om att det kan påverka hushållens agerande framöver och hushållens utrymme för framtida konsumtion. Ekholm framhöll avslutningsvis att detta är faktorer som hon bedömer utgör risker med en räntesänkning och där hon alltså gör en annan bedömning än Svensson.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde sitt inlägg med att jämföra dagens utveckling med krisen under 1990-talet. 90-talskrisen orsakade ett kraftigt fall för BNP men BNP föll ändå mindre än sysselsättningen. De inhemska ekonomiska problemen var större än problemen i omvärlden. En hög statsskuld, negativ bytesbalans samt hög inflation innebar en svag utveckling för den svenska ekonomin.

Utvecklingen för den svenska ekonomin under den kris som vi nu är på väg att lämna har varit väldigt annorlunda. BNP faller mer än sysselsättningen. De inhemska ekonomiska problemen är mindre än problemen i omvärlden. Både statsskulden samt inflationen är under kontroll samtidigt som bytesbalansen är stark. Utgångsläget är därmed mycket bättre än under 1990-talet. Världsekonomin är nu inne i en global återhämtning samtidigt som även den svenska ekonomin är på väg att återhämta sig. Därmed är det rimligt att penningpolitiken gradvis ska bli mindre expansiv.

Mot denna bakgrund samt synen på omvärlden gav Ingves sitt stöd till att behålla reporäntan oförändrad på 0,25 procent samt att revidera reporäntebanan. Ingves påpekade dock att osäkerheten är betydande och att det var bra att bedömningen av potentiell BNP i Sverige har justerats ned. Ingves fortsatte med att diskutera risker för inflationsutvecklingen. Han framhöll höga löneökningar, stigande inflation i Asien, en svag växelkurs samt en framtida överhettning på bostadsmarknaden som faktorer som skulle kunna leda till en högre inflation. En svag global återhämtning eller svag efterfrågan i Europa skulle däremot kunna leda till en lägre inflation.

Ingves påpekade även att tudelningen av kreditmarknaden, med hög utlåning till hushållen och låg utlåning till företagen, måste bevakas noga av Riksbanken. Detsamma gäller för

utvecklingen på bostadsmarknaden. Allt detta måste vägas samman när man ska göra en bedömning av hur man ska se på penningpolitiken.

Vidare stödde Ingves Nybergs och Ekholms argument att man måste anlägga ett lite längre perspektiv på bostadsmarknaden. Det är därför bra att Riksbanken har beslutat genomföra en längre utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden.

Vad gäller penningpolitiken har det i Sverige genomförts extraordinära åtgärder i ungefär samma omfattning som i andra länder mätt i förhållande till BNP. Åtgärderna har till viss del varit av en annan konstruktion men den penningpolitiska effekten har inte varit obetydlig. Därutöver har den svenska ekonomin stimulerats av en betydande försvagning av växelkursen.

De finansiella marknaderna fungerar nu bättre. I december beslutades inte om någon ytterligare utlåning och swapavtal med utländska centralbanker har löpt ut. Riksbanken avslutar nu även utlåningen på 12 månader till rörlig ränta. Såvitt det nu går att bedöma kommer inte fasträntelånen att ersättas av nya i takt med att de gamla löper ut. Den reviderade reporäntebanan kan tolkas som att sannolikheten för en räntehöjning från och med sommaren eller hösten har ökat. Nu sker därför en gradvis återgång till en mer normal penningpolitik. Räntenivån kommer dock att vara fortsatt låg men det handlar om en lågkonjunkturränta snarare än en krisränta.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** fortsatte sedan den penningpolitiska diskussionen med att säga att han med stort intresse lyssnat på vad kollegorna i direktionen sagt och om de har några goda argument för varför man inte ska välja den lägre reporäntebanan. Eftersom den lägre reporäntebanan ger ett så klart bättre utfall för inflation och resursutnyttjande bör bevisbördan ligga på den som inte vill ha den banan. Svensson fick intrycket av att han är den ende som anser att olika penningpolitiska alternativ främst ska utvärderas utifrån vilket utfall för inflation och resursutnyttjande de ger upphov till.

Flera av kollegerna i direktionen har framhållit behovet av en "normalisering" av penningpolitiken. Svensson menade dock att han inte förstod detta argument utan att en "normalisering" inte har något egenvärde. Det viktiga bör väl vara huruvida en "normalisering" ger bättre målpuppfyllelse eller inte.

Flera av kollegorna i direktionen har framhållit risken med huspris- och bolåneutvecklingen. Svensson hävdade att eventuella framtida problem med detta hanteras mycket bättre med de utmärkta instrument som Finansinspektionen har till sitt förfogande, som regler för maximal belåningsgrad, minimal amortering, rättvisande boendekostnadsberäkningar, och så vidare. Räntan är ett trubbigt och olämpligt instrument för att påverka den finansiella stabiliteten och medför stora realekonomiska kostnader.

Svensson bemötte Ekholms argument att det kan finnas negativa konsekvenser av en låg ränta. Svensson menade att om man anser det ska man kunna precisera vad de består i och särskilt varför dessa konsekvenser skulle vara viktigare än en förbättring av sysselsättningen. Enligt den diskussion som Svensson förde vid det förra penningpolitiska mötet kan ju 0,25 procentenheter lägre ränta i fyra kvartal, om det rör sig om en förväntad sänkning, rädda drygt 16 000 jobb. Om det är fråga om överraskande och oförväntade sänkningar kan de rädda knappt 11 000 jobb. Det är ganska mycket.

Svensson fortsatte med att kommentera Ekholms farhåga om att en sänkning av reporäntan till noll procent kan påverka förväntningarna i negativ riktning. Svensson såg inte detta då en välmotiverad sänkning som ger upphov till bättre måluppfyllelse för inflation och resursutnyttjande snarast borde påverka förväntningarna i positiv riktning, med lägre reporänteförväntningar och inflationsförväntningar närmare målet.

Svensson bemötte Ekholms och Nybergs argument att utvecklingen på bostadsmarknaden kan påverka konsumtionen negativt i framtiden. Om man tror det bör man ta hänsyn till detta i prognosen för inflationen och resursutnyttjandet, och bara i så fall låta det påverka penningpolitiken. Som vanligt gäller det att filtrera all information genom prognoserna för att avgöra om den ska påverka penningpolitiken eller inte. Om något inte påverkar väntevärdet för framtida inflation och resursutnyttjande behöver penningpolitiken inte reagera på det.

Vidare varnade Svensson också sina kolleger för uppjusteringen av räntebanan i början på prognosintervallet. Huvudscenariots räntebana har justerats upp i början och justerats ner i slutet på prognosintervallet. Sammantaget innebär detta en något mer expansiv penningpolitik, eftersom nedjustering i slutet är större än uppjusteringen i början. Uppjusteringen är dock inte obetydlig i början, ungefär 0,25 procentenheter. Svensson befarade att detta kan leda till höjda reporänteförväntningar och således allt annat lika till en i realiteten mer kontraktiv penningpolitik än vad som avses. Reporäntebanan hade mycket låg trovärdighet i april och i juli 2009, och reporänteförväntningarna låg långt över den annonserade räntebanan. Genom att hålla fast vid samma reporäntebana sedan juli 2009 har Riksbanken dock gradvis lyckats förbättra banans trovärdighet.

Reporänteförväntningarna har gradvis skiftat ner och närmat sig Riksbankens reporäntebana. Svensson befarade att skiftet upp i början på prognosintervallet nu kan komma att uppfattas som ett ganska stort skift i penningpolitiken som ökar sannolikheten för framtida skift uppåt i reporäntebanan. Detta kan resultera i ett kraftigt skift uppåt i reporänteförväntningar, en förlust av den trovärdighet som Riksbanken kämpat sig till och en i realiteten betydligt mer kontraktiv penningpolitik än avsett. Svensson avrådde sålunda från detta skift upp i reporäntebanan i början på prognosintervallet. Skiftet ner i slutet är emellertid bara bra.

På Wickman-Paraks fråga om varför Svensson inte argumenterade för en ännu lägre reporäntebana med en negativ reporänta svarade han att en sådan reporäntebana kan ge ett ännu bättre utfall än den låga reporäntebana som han nu förespråkar. Men det bästa får inte bli det godas fiende. Svensson ansåg att det är vettigt att först sänka reporäntebanan som han förespråkar, och sedan i det nya läget vid nästa penningpolitiska möte fundera på om det är aktuellt med ytterligare justering i någon riktning. Då finns det också tid till att samla mer data och information och avgöra om det uppkommit något tidigare oförutsett problem med att implementera något negativa räntor.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade sedan Svenssons inlägg där han argumenterade för att de faktorer som övriga direktionsledamöter tror påverkar det förväntade utfallet vid olika handlingsalternativ bör inkorporeras i själva prognosen. Detta höll Ekholm med om, men tillade att de verktyg som krävs för att explicit inkorporera dessa faktorer för närvarande inte finns. Det är dock viktigt att Riksbanken kontinuerligt arbetar med att utveckla metoder och modeller för att lyckas inkorporera dem i framtiden. Samtidigt måste direktionen fatta beslut om penningpolitiken nu och då måste ledamöterna vara fria

att väga in sådana faktorer som de tror har relevans för utvecklingen framöver, även om dessa inte kan tas explicit hänsyn till i prognosen.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** tog därefter upp frågan om nollränta som har diskuterats vid upprepade tillfällen tidigare. Öberg framförde följande argument mot en nollränta. För det första är penningpolitiken redan kraftigt expansiv genom en låg reporänta och en omfattande utlåning till bankerna. Riksbankens styrränta är i praktiken för närvarande 0,15 procent, inte 0,25 procent, eftersom bankerna genom riksbankens omfattande utlåning är mycket likvida och kan sätta in medel på konto i Riksbanken över natten till 0,15 procents ränta.

För det andra blir effekterna av en sänkning av reporäntan troligen små vid nuvarande låga räntenivåer, kanske är de inte ens positiva. Modellberäkningarna är gjorda med modellen Ramses, som liksom alla andra modeller är en förenkling av verkligheten. Några exempel på förenklingar är att effekterna är linjära, det vill säga att de är lika stora vid en sänkning nära noll eller till och med under noll som vid en mer normal räntenivå, att det inte finns någon utvecklad finansiell sektor i modellen, att modellen inte tar hänsyn till Riksbankens omfattande utlåning till bankerna, att det inte finns någon arbetslöshet i modellen och att sysselsättningen varierar i proportion till produktionen, vilket strider mot empiriska erfarenheter. Det är bra att ha modeller till hjälp, men man får inte tro på dem slaviskt.

Men om man nu ska göra det så kan man konstatera att inflationen mätt med KPI faktiskt hamnar längre från målet med det alternativ som Svensson föreslår. Dessutom kan man, om man granskar diagrammet noga, se att inflationen mätt med KPIF stiger över målet på 2 procent i slutet av perioden med det alternativ som Svensson föreslår, medan den är precis på målet med huvudalternativet.

För det tredje bör en centralbank vara försiktig när det gäller att sänka räntan till mycket låga nivåer. Det är okänt vatten man skulle ge sig ut på. Alla centralbanker Riksbanken brukar jämföra sig med har styrräntor som är positiva.

För det fjärde bör man även ta viss hänsyn till att en extremt låg ränta under en längre period kan driva upp bostadspriserna till nivåer som kan skapa problem för många hushåll.

Öberg tyckte att Ekholm väcker en intressant fråga. Vad skulle hända om Riksbanken vid detta möte faktiskt beslutade att sänka styrräntan till noll procent? Hur skulle det påverka Riksbankens trovärdighet och hur skulle man i modeller kunna beskriva effekterna av en minskad trovärdighet? Svensson är ju själv inne på frågan att besluten kan ha effekter som inte framgår av modellberäkningar när han varnar för effekterna av det beslut som majoriteten står bakom.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** tog därefter upp tillgångsprisernas roll för penningpolitiken och framhöll att detta är ett svårt område som debatteras livligt runt om i världen. Det är också långt ifrån självklart vilka penningpolitiska slutsatser som ska dras av modellbaserade prognoser som beaktar olika scenarier för utvecklingen av tillgångspriser. Antag till exempel att en korrigerande som innebär att huspriser faller med 45 procent kan inträffa med 10 procents sannolikhet. Om de negativa konsekvenserna av denna risk beaktas i de prognoser som vägleder penningpolitiken så skulle detta innebära en mer expansiv penningpolitik som ökar risken för ett sådant scenario!

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** sa att han uppskattar och välkomnar en debatt om penningpolitikens utformning. Därefter tog han upp en del av de synpunkter som kollegorna i direktionen hade framfört. Beträffande Öbergs påstående att penningpolitiken redan är expansiv menade Svensson att det är lite komplicerat att mäta hur expansiv penningpolitiken är. Det räcker inte med att titta på den nominella reporäntan. Det räcker inte ens att titta på den reala reporäntan. Det bästa måttet på hur expansiv penningpolitiken är räntegapet, det vill säga gapet mellan den faktiska realräntan och den neutrala realräntan. Den neutrala realräntan kan definieras på olika sätt. Förmodligen är den mest praktiska och användbara definitionen en realränta som skulle leda till att produktionsgapet sluts om ett eller två år. En neutral penningpolitik är således en penningpolitik som sluter produktionsgapet om ett eller två år. Eftersom produktionsgapet inte sluts under prognosperioden är den faktiska realräntan högre än den neutrala och penningpolitiken är mer kontraktiv än denna definition av neutral penningpolitik. Räntegapet är positivt och således är penningpolitiken mer kontraktiv än man skulle kunna tro.

Svensson höll vidare med Öberg om att det finns många aspekter som inte fångas av modeller. Så är det hela tiden. Därför kan man aldrig lita helt på modeller utan man måste alltid använda en stor portion bedömningar. I detta fall är det möjligt att effekterna av en räntesänkning är mindre än normalt. Dock går effekten helt säkert i rätt riktning. Man behöver inte några modeller för att hävda att en lägre reporäntebana ger upphov till högre inflation och ett högre resursutnyttjande.

När det gäller valet mellan KPI och KPIF ansåg Svensson att det i ett läge där stora reporäntebändringar har mycket stora direkta effekter på KPI är bättre att inrikta sig på att stabilisera KPIF runt inflationsmålet istället för KPI.

Svensson vände sig bestämt mot att "okänt vatten" skulle vara ett argument för att inte sänka räntan. Det är just genom att våga ge sig ut i okänt vatten, med historiskt låga räntor ända ner till några få punkter och med stora okonventionella åtgärder, som världens centralbanker, inklusive Riksbanken, lyckats hindra att den stora krisen blivit den stora depressionen nummer två.

Beträffande risken för Riksbankens trovärdighet av en sänkning av reporäntebanan framhöll han att en sänkning av räntebanan som motiveras av att den bättre uppfyller inflationsmålet och bättre stabiliserar resursutnyttjandet runt en normal nivå borde vara bästa sättet att stärka trovärdigheten för Riksbanken och penningpolitiken.

Riksbankschef **Stefan Ingves** noterade att diskussionen om reporäntans lägsta nivå klarades av redan förra sommaren och 0,25 procent har kommit att utgöra den lägsta reporäntan sedan dess. Att återuppväcka diskussionen om lägsta reporänta i rådande konjunkturläge tyckte Ingves inte var aktuellt.

Därefter sammanfattade Ingves den penningpolitiska diskussionen. Uppgången i konjunkturen har blivit allt mer tydlig. Inflationen stigit under de senaste månaderna och utvecklingen på arbetsmarknaden ser inte ut att bli lika svag som i tidigare bedömning. Samtidigt har läget på de finansiella marknaderna stadigt förbättrats. För att inflationen ska nå målet om 2 procent och för att understödja återhämtningen, behöver räntan vara fortsatt låg. Reporäntan bör därför vara oförändrad på 0,25 procent. Konjunkturuppgången vilar dock på fastare mark och därför finns det skäl att höja räntan något tidigare än i bedömningen i december. Reporäntan väntas höjas från och med sommaren eller tidig höst.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A
- att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procentenheter och att detta beslut tillämpas från och med den 17 februari 2010,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 0,75 procent respektive inlåningsräntan på -0,25 procent med tillämpning från och med den 17 februari 2010,
- att torsdagen den 11 februari 2009 kl 9:30 offentliggöra den penningpolitiska rapporten och övriga beslut med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 10 2010, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 24 februari kl 9:30.

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet och förordade en sänkning av reporäntan till 0 procent och fortsättningsvis en reporäntebana 0,25 procentenheter under huvudscenariots räntebana till och med fjärde kvartalet 2010. Han hävdade att en sådan reporäntebana ger ett bättre utfall för både inflation och resursutnyttjande, med både ett högre resursutnyttjande och en KPIF-inflation närmare målet. En sådan räntebana medför inga problem för de finansiella marknadernas funktionssätt eller den finansiella stabiliteten, särskilt som bostadspriser och bolån inte utgör något stabilitetsproblem och därmed inte bör påverka penningpolitiken.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

Karolina Ekholm

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg