



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2010-04-19
MÖTESTID: 09.00
HANTERINGSKLASS:

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

Sigvard Ahlzén
Kai Barvell
Claes Berg
Heidi Elmér
Johanna Fager
Eric Frieberg
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Johanna Jeansson
Andreas Johnson
Anna Lidberg (§ 1)
Marianne Nessén
Christina Nyman
Britta von Schoultz
Lena Strömberg (§ 1)
David Vestin
Staffan Viotti

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

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

Det antecknades vidare att de problem som drabbat trafiksituationen i Europa efter vulkanutbrottet på Island gjorde att Stefan Ingves inte kunde delta på det penningpolitiska mötet och i hans frånvaro fungerar förste vice riksbankschef Svante Öberg som ordförande. Det antecknades också att Stefan Ingves kommer att ge sin syn på det ekonomiska läget i en separat kommentar som publiceras samtidigt som det penningpolitiska protokollet den 3 maj.

Lena Strömberg från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen på de finansiella marknaderna med fokus på problemen kopplade till Greklands svaga statsfinanser.

Fokus på de finansiella marknaderna har den senaste tiden framför allt riktats mot utvecklingen i Grekland. Skillnaden mellan räntorna på 10-åriga statsobligationer i Grekland och Tyskland är fortsatt stor, medan motsvarande ränteskillnader för övriga euroländer med svaga statsfinanser har varit relativt stabila den senaste tiden. Däremot har CDS-premierna, som är ett mått på hur kreditrisk prissätts, stigit även för dessa länder. Utvecklingen har dock inte fått några större genomslag på Riksbankens internationella stressindex, som är ett samlat mått på stress på penning-, obligations- och aktiemarknaden. Stressindexet ligger på relativt låga nivåer men är fortfarande högre än det historiska genomsnittet.

Ett gemensamt stödpaket till Grekland på 45 miljarder euro från euroländerna och IMF har annonserats. Paketet hade en kortvarigt lugnande effekt på de finansiella marknaderna. Det finns dock oklarheter om hur ett eventuellt sjösättande av paketet skulle fungera då detta kan kräva parlamentarisk majoritet i vissa euroländer. Dessutom verkar marknadsaktörerna fokusera mer på Greklands soliditet än på de kortsiktiga likviditetsproblem som paketet i första hand är till för att motverka. Greklands totala refinansieringsbehov under 2010 uppskattas till 55 miljarder euro, varav cirka 10 miljarder euro ska refinansieras under april och maj. Grekland har ännu inte lämnat in någon formell ansökan om att aktivera stödpaketet.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan direktionens möte den 8 april. De penningpolitiska förväntningarna har skiftat ned på längre sikt jämfört med det penningpolitiska mötet i februari. Enligt marknadsaktörerna förklaras det bland annat av Riksbankens justering av reporäntebanan i februari, svaga statistikutfall i euroområdet samt SCB:s upprevidering av andelen rörliga bostadslån. Även internationellt har de penningpolitiska förväntningarna skiftat ned något.

Analytikerna förväntar sig en oförändrad reporänta samt en oförändrad reporäntebana vid dagens möte. Marknadsaktörerna är däremot delade i sin syn på om den första räntehöjningen kommer i juli eller i september. Det finns dock en övervikt för en första höjning i juli. Under det närmaste året förväntar sig aktörerna att reporäntan kommer att höjas i ungefär samma takt som reporäntebanan från februari anger. Därefter väntas dock höjningarna ske i långsammare takt än vad reporäntebanan anger.

Sedan direktionens möte den 8 april har euron försvagats något mot dollarn trots stödpaketet för Grekland. Kronan är i stort sett oförändrad mätt enligt TCW-index. Räntorna på statspapper har fallit internationellt. I USA bedöms ett lägre KPI-utfall än väntat för mars samt högre efterfrågan på statspapper ha bidragit till en nedgång i räntorna. Räntorna på svenska statspapper har endast förändrats marginellt. Börsutvecklingen har präglats av breda uppgångar, både i Sverige och internationellt. Än förefaller inte de finansiella marknaderna ha påverkats nämnvärt av vulkanutbrottet på Island även om det i dagsläget är för tidigt att säga något om vilka konsekvenser det kan få.

Per Jansson från avdelningen för penningpolitik presenterade en sammanfattning av underlaget till direktionens diskussion. Underlaget hade diskuterats vid ett möte med direktionen den 13 april och dessförinnan presenterats på ett möte den 8 april. Han

konstaterade att återhämtningen i världsekonomin fortsätter men att det finns stora regionala skillnader. Tillväxten i Asien och även i USA fortsätter att förbättras medan utvecklingen i euroområdet går trögare. Det sätter avtryck i utsikterna för svensk export eftersom mer än 40 procent av svensk varuexport går till euroområdet. Det är dock rimligt att räkna med att svensk export så småningom gynnas av den ökade världshandeln.

BNP-prognosen för Sverige 2010 har reviderats ned något jämfört med bedömningen i februari mot bakgrund av att tillväxten under fjärde kvartalet 2009 var svagare än väntat. Både svagare konsumtion och investeringar förklarar prognosfelet. Samtidigt har arbetsmarknaden fortsatt att utvecklas bättre än prognostiserat, vilket gör resursutnyttjandet svårtolkat. När antalet arbetade timmar ökar samtidigt som BNP faller pressas produktiviteten från två håll och sammantaget har prognosen för produktivitetstillväxten sänkts något. Det är emellertid rimligt att anta att BNP-tillväxten tar fart och att produktivitetstillväxten förbättras under prognosperioden. Den svenska kronan har stärkts mer än väntat och under prognosperioden väntas ytterligare viss förstärkning. Sammantaget ger det små förändringar i inflationsutsikterna mätt med KPIF. Prognosen för inflationen mätt med KPI är lägre jämfört med bedömningen i februari men det förklaras av en teknisk effekt med anledning av nya vägningstal för boräntor. Reporäntan föreslås i huvudscenariot i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen ligga kvar på 0,25 procent för att sedan höjas till mer normala nivåer med början under sommar eller tidig höst. Det är samma bedömning som gjordes i februari.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att säga att han delar den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han ville dock betona att även om återhämtningen i världsekonomin fortgår och situationen på de finansiella marknaderna normaliserats finns det fortfarande behov av en expansiv penningpolitik i Europa och i USA. Återhämtningen sker från en mycket låg nivå och kan mycket väl bli ganska långsam. Resursutnyttjandet i Europa och USA är fortfarande mycket lågt och inflationen är låg. Riskerna med att avbryta den expansiva penningpolitiken för tidigt är fortfarande större än riskerna med att den fortsätter för länge. Federal Reserves penningpolitiska kommitté har i linje med detta den 16 mars uttalat att läget motiverar en exceptionellt låg nivå på styrräntan under en längre tid ("exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period").

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** förklarade att hon också delar synen på konjunkturutsikterna i omvärlden i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Bilden är ungefär densamma som vid det penningpolitiska mötet i februari. Återhämtningen fortsätter, men ser olika ut i olika delar av världen. Den region som ser ut att återhämta sig långsammast är Europa, vilket är det område som Sverige är mest beroende av när det gäller exportefterfrågan. Vidare menade Ekholm att statsskuldutvecklingen utgör det största orosmolnet i Europa. Ytterligare en osäkerhetsfaktor som tillkommit är effekterna av vulkanutbrottet på Island. Hon såg inga skäl till att de störningar i flygtrafiken som utbrottet hittills lett till skulle få effekter på konjunkturen, men om utbrottet pågår under en lång tid kan det skapa flaskhalsar i produktionen.

Även vice riksbankschef **Lars Nyberg** ställde sig bakom bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppföljning där återhämtningen i världsekonomin fortsätter ungefär som

förväntat. Medan tillväxtländerna i Asien fortsätter att uppvisa en starkare tillväxt och arbetsmarknaden i USA ser ut att förbättras lite tidigare än beräknat så halkar utvecklingen i Europa efter. Nyberg fortsatte med att konstatera att fokus på finansmarknaderna de senaste månaderna alltmer kommit att hamna på de stora statliga budgetunderskotten och de upplåningsbehov som dessa ger upphov till under de kommande åren.

Nyberg menade att det rör sig om två olika problem som man kan kalla det amerikanska och det grekiska. Det amerikanska problemet, som delas av Storbritannien och ett antal andra industriländer, handlar om att räntorna tenderar att stiga när efterfrågan på kapital ökar. Det gör det dyrare att finansiera både budgetunderskott och privat verksamhet och det leder till en diskussion om hur tillväxten påverkas om statlig upplåning tränger undan privata investeringar. Under mars månad ledde bland annat osäkerhet om den statliga upplåningens storlek och fördelning över tiden till att tioåriga statsobligationer i USA handlades till en högre ränta än motsvarande swapränta, vilket är ovanligt om än inte unikt. Detta har lett till en diskussion om vad man i framtiden ska betrakta som en "riskfri ränta". Nyberg menade att det är en diskussion som lär fortsätta, även om ingen väntar sig att USA ska ställa in betalningarna.

Det grekiska problemet, som också i olika hög grad delas av ett antal länder i Sydeuropa, är annorlunda. Här finns en osäkerhet om länderna överhuvudtaget ska kunna hantera situationen eller i något skede tvingas att ställa in sina betalningar. Inom euroområdet handlar det också om huruvida länder ska räddas genom olika lånepaket och i så fall när och av vem. Nyberg menade att osäkerheten lär bestå ett tag eftersom det inte är politiskt möjligt att bistå med pengar utan vidare även om kostnaden för att hjälpa till exempel Grekland är låg i relation till euroländernas totala BNP. Om pengarna delas ut för lätt ökar dessutom risken att mottagarlandet slipper undan utan att göra nödvändiga reformer för att långsiktigt nå balans. Det handlar om "moral hazard" på nationsnivå. Poängen är att vi kan få leva med osäkerheten ett bra tag ännu och att detta kommer att speglas i marknadsräntorna. Risken för att marknadsoron sprider sig till andra länder ger dock euroländerna starka incitament att i slutändan klara av det grekiska problemet.

Nyberg fortsatte med att jämföra den grekiska situationen med den lettiska. I båda fallen har man valt en fast växelkurs och tvingas därför göra en intern devalvering, det vill säga att sänka det inhemska kostnadsläget så att invånarna under en tid får sänka sin levnadsstandard. Enligt Nyberg förefaller Lettland att så här långt ha lyckats med detta och riskerna har minskat sedan förra året.

En annan osäkerhet som stör marknaderna och som sannolikt kommer att fortsätta att göra det under en lång tid är osäkerheten om den framtida regleringen av den finansiella sektorn. Hur mycket kommer de nya likviditetsreglerna att kosta bankerna och hur mycket kapital kommer att behövas? Blir det någon Tobinskatt? Ju snabbare regleringsagendan klarnar i världen, desto snabbare minskar osäkerheten på marknaden och desto mer kapital kommer stater och företag att kunna låna till överkomliga räntor.

Nyberg sammanfattade sitt inlägg med att konstatera att marknadernas funktionssätt ändå gradvis fortsatt att förbättras. Den oro och osäkerhet som idag finns på marknaderna skulle för bara ett år sedan ha gett upphov till betydande negativa effekter. Nu har den kunnat hanteras utan att kreditmarknaderna på allvar störs.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att säga att hon delade Nybergs syn att fokus på de finansiella marknaderna nu ligger på olika staters budgetunderskott och kreditvärdighet. Det är en annan karaktär på dessa bekymmer jämfört med tidigare problem relaterade till finanskrisen som nu börjar klinga av. Men det är ändå något som kan få implikationer på konjunkturen via högre långräntor. Wickman-Parak påminde om att hon fram till februari hade en mer positiv syn på de internationella tillväxtutsikterna än vad som avspeglades i de då aktuella prognoserna. I februari var hennes syn i linje med det som presenterades i den penningpolitiska rapporten och detta gäller även nu. Den oro hon har och har haft för den internationella konjunkturen gäller från nästa år och framåt när finanspolitiska åtstramningar börjar göra sig gällande.

Wickman-Parak fortsatte med att säga att det är glädjande att sysselsättningen i USA nu ser ut att vända. På bostadsmarknaden har försäljningen gått lite sämre, men samtidigt har lagren av osålda bostäder betats av och det syns tecken på att byggandet återhämtar sig. Om sysselsättningen nu ökar ger det via högre hushållsinkomster stöd åt bostadsmarknaden. Det hjälper också de offentliga finanserna. Trots detta kvarstår ett stort beting för USA att rätta till sina offentliga finanser. Wickman-Parak noterade att euroområdet problem redan berörts av kollegorna i direktionen. Hon konstaterade dock att det är bra att den nedgång i indikatorerna för euroområdet som syntes i början av året har vänt.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** ställde sig bakom den bild av den internationella utvecklingen som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Utvecklingen i världen som helhet blir enligt prognoserna god, men BNP-tillväxten i de länder som betyder mest för vår export blir relativt svag, mindre än 2 procent per år i snitt under prognosperioden. Inflationen för dessa länder blir i genomsnitt bara 1,5 procent per år. Förändringarna i prognosen jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari är mycket små.

Öberg konstaterade att ett skäl till att utvecklingen väntas bli så pass svag är följderna av finanskrisen. Finanskriser brukar normalt följas av perioder med svag tillväxt och försämrade offentliga finanser eftersom såväl stater som banker, andra företag och hushåll strävar efter att minska sina balansräkningar, vilket håller nere efterfrågan och produktionen.

Öberg påpekade att underskottet i de offentliga finanserna i OECD-området har ökat från cirka 1 procent av BNP 2007 till cirka 8 procent av BNP 2009. Bara hälften av försämringen kan förklaras av nedgången i konjunkturen, enligt OECD. De stigande underskotten har i sin tur lett till en kraftig ökning av den offentliga skuldsättningen. Öberg menade att denna försämring av de offentliga finanserna kommer att hålla nere BNP-tillväxt och inflation under en längre tid eftersom den resulterar i högre räntor och tvingar fram en finanspolitisk åtstramning.

Öberg fortsatte med att säga att problemet till stora delar är gemensamt för de etablerade industriländerna. Men det finns stora skillnader. För vissa länder med särskilt ansträngda offentliga finanser kan utvecklingen bli mer dramatisk. Grekland är det land som på senare tid varit det främsta föremålet för spekulationer kring hållbarheten i de offentliga finanserna, vilket har resulterat i kraftigt höjda räntor. De hjälpinsatser som hittills har utlovats har inte lugnat marknaderna, menade Öberg. Grekland är heller inte ensamt om att ha problem. Bland euroländerna märks främst också Portugal, Italien, Irland och Spanien. Även i USA och Storbritannien är underskotten mycket stora.

Det finns också en risk för en mer dramatisk utveckling än den Riksbanken räknar med. Det som man på engelska kallar "sovereign risk", statsrisk, har under den senaste tiden utvecklats till den kanske främsta risken för det finansiella systemet. När riskpremier för länder stiger så kan även banker i dessa länder få problem med förluster och högre finansieringskostnader och dessa problem kan sprida sig till banker i andra länder. Det skulle kunna medföra att den internationella tillväxten blir ännu svagare än prognostiserat. Öberg betonade dock att detta än så länge bara utgör en risk och ställde sig bakom den grundläggande synen i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Öberg avslutade med att sammanfatta omvärldsdiskussionen. Han konstaterade att alla direktionsledamöter i stort sett står bakom den bild av den internationella utvecklingen som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Återhämtningen i världsekonomin fortsätter men det är en relativt långsam återhämtning som sker från en låg nivå och där utvecklingen skiljer sig mellan olika regioner. De finansiella marknaderna har successivt stabiliserats. Förändringarna i prognosen jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari är mycket små.

De osäkerheter som framför allt tagits upp var konsekvenserna av de försämrade offentliga finanserna i omvärlden och framtida regleringar av de finansiella marknaderna samt i någon mån effekterna av ett långvarigt vulkanutbrott på Island.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** uppgav att han delar den syn på den ekonomiska utvecklingen i Sverige som förs fram i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Svensson underströk dock att han föredrar en annan reporäntebana än den i huvudscenariot, antingen en lägre reporäntebana under fyra kvartal eller en bana där räntan lämnas oförändrad på 0,25 procent till och med slutet av fjärde kvartalet 2010. Dessa alternativ hade presenterats av avdelningen för penningpolitik i samband med beredningen av beslutsunderlaget för det penningpolitiska mötet.

Dessa två alternativ leder till ett klart bättre utfall för inflation och resursutnyttjande än huvudscenariots räntebana. Intressant nog ger de också mycket lika prognoser för inflation och resursutnyttjande, så vilken man väljer är egentligen hugget som stucket. Men det kan ju tänkas att andra direktionsledamöter av någon anledning tycker att det är bättre med en oförändrad ränta under längre tid än en sänkt ränta nu.

Svensson fortsatte med att påpeka att Riksbankslagen och dess förarbeten ju innebär att penningpolitiken ska inriktas på att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som resursutnyttjandet runt en normal nivå. Det gäller alltså att vid varje penningpolitiskt möte välja en reporäntebana som bäst uppfyller dessa mål.

Stabilisering av inflation runt inflationsmålet följer av Riksbankslagens mål om prisstabilitet. Stabilisering av resursutnyttjandet följer av förarbetenas betoning av att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. För att inte åsidosätta prisstabilitetsmålet och i genomsnitt få för hög inflation är det då viktigt att resursutnyttjandet stabiliseras runt en normal nivå. Om man med penningpolitiken istället

försöker stabilisera resursutnyttjandet runt en högre nivå än den normala så blir resultatet nämligen en i genomsnitt högre inflation än målet utan att det blir ett bättre realekonomiskt utfall.

Den reporäntebana som väljs bör dock inte hota den finansiella stabiliteten. Det kan innebära att man i en situation med bräcklig finansiell stabilitet kan vilja undvika mycket höga reporäntor. Det är också möjligt att det i vissa situationer kan motivera att man undviker mycket låga räntor. Om inte den finansiella stabiliteten är hotad finns det dock inte anledning att utesluta någon reporäntebana.

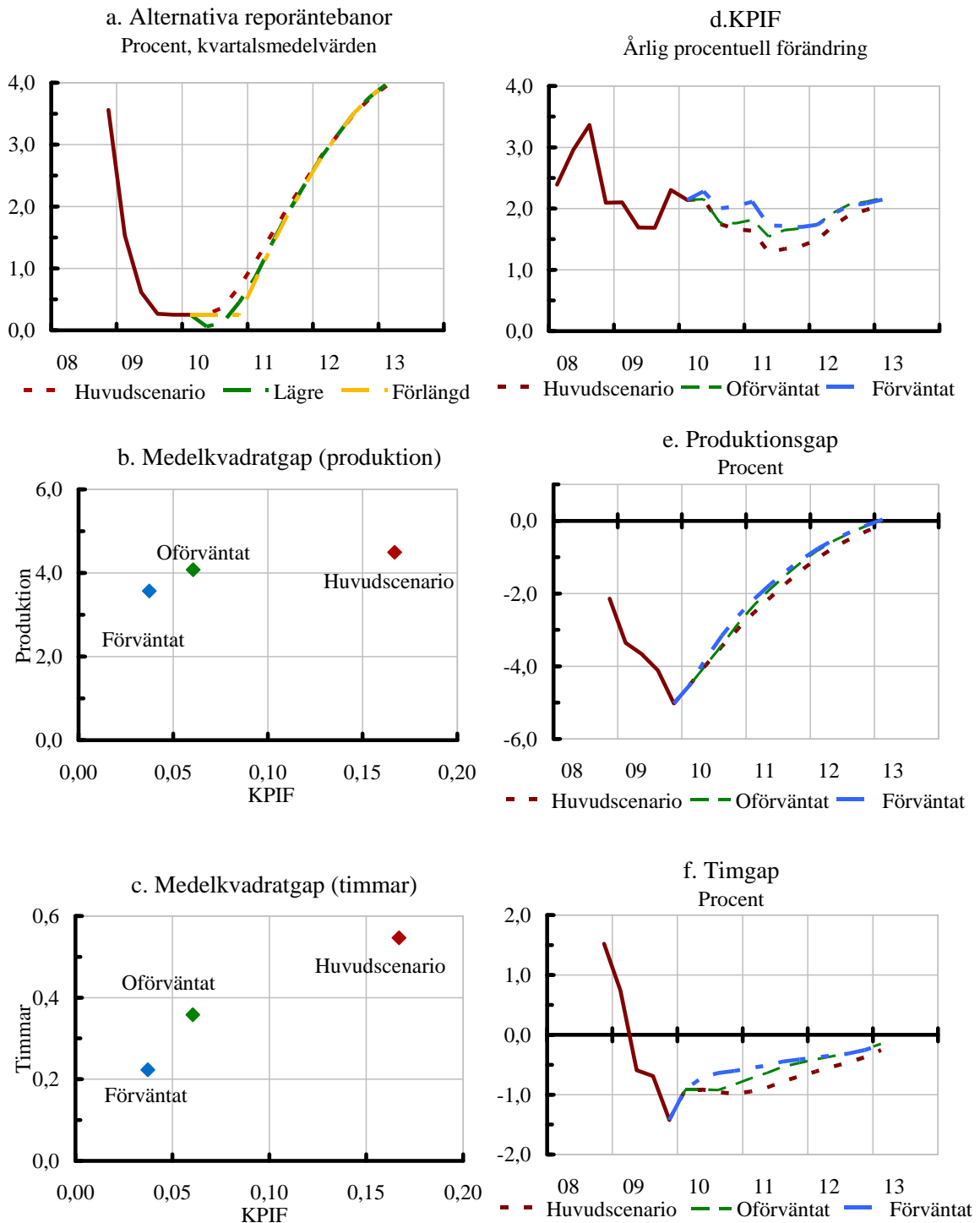
Svensson menade vidare att penningpolitiken inte ska åsidosätta prisstabilitet och stabilitet i resursutnyttjandet för att "normalisera" räntan och räntebanan, för att till exempel komma bort från en "krisränta". Penningpolitiken ska inte heller åsidosätta prisstabilitet och stabilitet i resursutnyttjandet för att försöka påverka kreditgivning eller bostadspriser eller för att ekonomin har bottnat och konjunkturen börjat förbättras. Penningpolitiken ska hela tiden inriktas på att bäst stabilisera såväl inflation som resursutnyttjande.

Räntan och reporäntebanan utgör inga målvariabler i sig. "Normal ränta" är inget mål för penningpolitiken. Det finns enligt Riksbankslagen och dess förarbeten inte något stöd för att hög eller låg ränta skulle vara ett skäl till att åsidosätta prisstabilitet och stabilitet i resursutnyttjandet.

För att tydligt kunna motivera ett visst penningpolitiskt beslut krävs enligt Svensson att olika penningpolitiska alternativ och deras konsekvenser för inflation och realekonomi diskuteras och bedöms. Genom att jämföra alternativen kan ett visst beslut bäst motiveras. Det gäller alltså att klargöra vilka rimliga och möjliga alternativa räntebanor som finns och vilka konsekvenser dessa får för prognosen för inflationen och resursutnyttjandet.

I den penningpolitiska rapporten finns det sedan ett par år tillbaka alternativa räntebanor (räntescenarier) med motsvarande alternativa prognoser för inflation och realekonomi. Hittills har den penningpolitiska uppföljningen enbart innehållit en enda räntebana med motsvarande prognos för inflation och realekonomi. Svensson menade att det utan alternativ i den publicerade uppföljningen inte är möjligt för utomstående att bedöma om direktionen fattar rätt beslut. Därför bör alternativa räntebanor och motsvarande prognoser redovisas även i den penningpolitiska uppföljningen. Eftersom han anser att alternativa räntebanor är nödvändiga för att kunna göra en bedömning av om penningpolitiken är rätt avvägd så ville Svensson på samma sätt som vid decembermötet inkludera ett diagram med penningpolitiska alternativ i protokollet (diagram 1).

Diagram 1. Penningpolitiska alternativ



Källa: SCB, Riksbanken

I diagrammet visas i panel a tre olika reporäntebanor. Det är huvudscenariots reporäntebana; en reporäntebana benämnd "Lägre" som ligger under huvudscenariots reporäntebana i fyra kvartal och sedan återgår till huvudscenariots bana; och en

reporäntebana benämnd "Förlängd" där reporäntan ligger kvar på 0,25 procent till och med fjärde kvartalet 2010 för att sedan återgå till huvudscenariots bana.

Båda de alternativa reporäntebanorna innebär en mer expansiv penningpolitik än huvudscenariot. Det intressanta är att de alternativa banorna har mycket lika effekt på prognosen för inflation och resursutnyttjande. I panelerna d, e och f i den högra kolumnen visar kurvorna märkt "Oföväntat" prognoserna under antagande om att en sänkning av reporäntan respektive en förlängning av en oförändrad reporänta kommer som en överraskning för marknaden. Kurvorna märkta "Föväntat" visar effekten under antagande om att en alternativ reporäntebana annonseras nu, blir trovärdig och därmed byggs in i marknadsförväntningarna. Effekten av förväntade ändringar i reporäntan är större än effekten av oförväntade ändringar, vilket också framgår i diagrammet. Som Svensson diskuterat vid tidigare penningpolitiska möten kan man ju ha olika mening om vilket av utfallen som är mer realistiskt, "Föväntat" eller "Oföväntat". Det kan ju också variera beroende på omständigheterna. Med en transparent och välmotiverad penningpolitik ansåg han att utfallen markerade "Föväntat" ofta borde vara mer realistiskt än de markerade "Oföväntat". Svensson påpekade att dessa frågor och storleken på effekterna diskuteras mer utförligt i det tal som han höll på Umeå universitet den 24 februari.

Panel d visar att de båda alternativa reporäntebanorna ger en prognos för KPIF-inflationen som ligger närmare målet och således stabiliserar KPIF-inflationen bättre runt målet.

I panel e och f kan man se att de båda alternativa reporäntebanorna ger upphov till en prognos för produktionsgapet och timgapet som innebär ett högre resursutnyttjande. Resursutnyttjandet stabiliseras således bättre runt en normal nivå.

I panel b och c bekräftas detta av medelkvadratgapen, som ju ligger närmare origo än för huvudscenariot, och närmare för förväntade än oförväntade ändringar i reporäntan. Ju närmare noll medelkvadratgapet för inflationen är, desto bättre uppfyllelse av inflationsmålet. Ju närmare noll medelkvadratgapet för produktionsgapet eller timgapet är, desto bättre stabilisering av resursutnyttjandet.

Det är således enligt Svensson klart att de båda alternativa reporäntebanorna bättre uppnår både prisstabilitet och stabilitet i resursutnyttjandet. Om han i det läget istället skulle välja huvudscenariots reporäntebana skulle han uppfatta det som att han åsidosatte prisstabilitet och stabilitet i resursutnyttjandet.

När det gäller att välja mellan den lägre respektive förlängda reporäntebanan så menade Svensson att det borde vara mer trovärdigt och påverka marknadsförväntningarna mer att sänka reporäntan nu än att annonsera att räntan ska ligga kvar på samma nivå under längre tid. Det skulle tala för att effekterna av den lägre reporäntebanan snarare ges av kurvorna märkt "Föväntat", medan effekterna av den förlängda reporäntebanan kanske snarare ges av kurvorna märkt "Oföväntat". Men att annonsera en förlängd reporäntebana kan kanske också bli trovärdigt, eftersom den så tydligt kan motiveras av att den ger ett bättre utfall för inflation och resursutnyttjande.

Svensson undrade om det kanske var lättare för kollegorna i direktionen att acceptera en förlängd reporäntebana istället för en sänkt reporäntebana? För att möjliggöra en kompromiss och kanske nå enighet om reporäntebanan ville han därför i första hand förespråka den förlängda reporäntebanan och hoppades att kollegorna i direktionen också

föredrog den. Svensson slog fast att han således stödde förslaget om en oförändrad reporänta på 0,25 procent men att han föredrog en räntebana där reporäntan ligger kvar på denna nivå till slutet av fjärde kvartalet 2010.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** stödde förslaget att hålla reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Eftersom inflationstrycket av allt att döma är på väg ner och resursutnyttjandet fortfarande är lågt menade Ekholm att det inte finns anledning att höja räntan nu. Ekholm stödde också förslaget om en oförändrad reporäntebana i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Hon tyckte dock att det var svårare att ta ställning till hur reporäntebanan ska se ut än att ta ställning till vilken nivå för reporäntan som är lämplig i dagsläget.

Enligt Ekholm finns två olika sätt att förhålla sig till reporäntebanan. Det första är att reporäntebanan, precis som reporäntan, är en beslutsvariabel där samtliga direktionsmedlemmar kan ha en egen optimal bana som man röstar för. Resultatet skulle då kunna bli sex olika reporäntebanor och en mycket svår beslutssituation. Det kan också innebära att ordförandens reporäntebana oftast blir den som röstas igenom eftersom det är ordföranden som beslutar om hur olika förslag ska ställas mot varandra. Det andra sättet är, enligt Ekholm, att se reporäntebanan som den bästa prognosen för direktionens kollektiva beslut framöver. Det innefattar i så fall mer än hur en framtida reporäntenivå kan tänkas påverka inflation och resursutnyttjande. Det involverar också hur direktionsledamöterna interagerar för att skapa majoritet för olika banor.

Om direktionen med en mekanisk regel kunde komma fram till vilken reporäntebana som ger det bästa utfallet vid varje givet beslutstillfälle så skulle de båda förhållningssätten resultera i en och samma reporäntebana. Men majoriteten av direktionen tycks anse att det inte finns någon sådan mekanisk regel och har därför lite olika uppfattning om vilken reporänta de helst skulle vilja ha. Ekholm sammanfattade med att säga att hennes bild var att direktionsledamöterna försöker hitta en bana som ligger tillräckligt nära de banor som merparten av direktionen vill ha för att kunna åstadkomma ett majoritetsbeslut. Det borde innebära att den reporäntebanan också blir en god prognos för hur den faktiska reporäntan kommer att utveckla sig.

När det gällde dagens beslut om räntebanan menade Ekholm att hon tyckte att sannolikheten om något har ökat för en första reporäntehöjning i september snarare än i juli. Hon angav ett antal skäl till detta. Resursutnyttjandet är fortfarande lågt och förväntas vara under det normala under i princip hela prognosperioden. Dessutom ser inflationstrycket också ut att bli lågt framöver. Till det bidrar förhållandevis låga löneökningar i de avtal som hittills slutits, en starkare krona och en förväntad ökning av arbetsproduktiviteten. Det ser också ut som förväntningarna om när flera andra centralbanker såsom Federal Reserve, ECB och Bank of England ska börja höja sina styrräntor har senarelagts sedan förra mötet. Med tanke på de stabila statsfinanserna i Sverige och det faktum att hushållskrediter uppvisar relativt hög tillväxt här är det inte orimligt att räntehöjningar kommer något tidigare i Sverige än i USA, Storbritannien och euroområdet. Men samtidigt menade Ekholm att läget inte ser så pass mycket bättre ut i Sverige så att det motiverar mycket tidigare höjningar som kanske får till följd att kronan stärks mer än vad som ligger i prognosen. Ett eventuellt införande av en högsta tillåten belåningsgrad för nya bostadslån kan också komma att ha en viss åtstramande effekt. Detta skulle kunna ske till sommaren enligt Finansinspektionen. Ett sista skäl är förfallen av Riksbankens tre lån till fast ränta med lång löptid. Det finns

visserligen inget i förväntningsbilden som tyder på att det skulle leda till högre marknadsräntor, men eftersom det handlar om stora belopp som ska refinansieras så ville inte Ekholm utesluta något högre räntor i samband med förfallen.

Sammantaget menade Ekholm att det finns en hel del som talar för att höja senare snarare än tidigare, men att det trots allt handlar om så pass små skillnader att det inte motiverar en annan bedömning av reporäntebanan än den som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Enligt Ekholm är den reporäntebanan en god bedömning av vilken reporänta man kan förvänta sig givet att ekonomin utvecklar sig som i prognosen och givet den information som finns om hur resten av direktionen ser på reporäntan.

Ekholm angav avslutningsvis två skäl till varför hon är emot Svenssons förslag om att välja en reporäntebana med en sänkt reporänta eller en utsträckt period med en nivå på 0,25 procent. Det ena är att hon anser att den snabba tillväxten av hushållskrediter skapar vissa risker och att det är viktigt att undvika att hushållen belånar sig så pass mycket att de får svårt att betala räntor och amorteringar framöver. För att undvika en sådan utveckling, som skulle göra prisstabilitet och stabilitet i resursutnyttjandet svårare att uppnå, behöver räntan höjas inom en någorlunda snar framtid. Det andra är att det finns en diskrepans mellan marknadsprissättningen och Riksbankens reporäntebana som faktiskt innebär en mer expansiv penningpolitik än i prognosen. Med en mer expansiv reporäntebana kan denna diskrepans förväntas kvarstå eller kanske till och med förvärras. Ekholm framhöll att det skulle kunna leda till en faktisk penningpolitik som blev betydligt mer expansiv och alltså mindre väl avvägd än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** höll med Ekholm om att det inte finns någon mekanisk regel för penningpolitiken. Skulle det finnas en sådan så behövde det inte vara sex personer i direktionen. Wickman-Parak fortsatte med att ställa sig frågan om var gränsen går mellan när man som direktionsledamot känner sig tvungen att markera att man inte håller med om en bedömning och när det krävs att man reserverar sig. Hon konstaterade att hon för sin egen del stod bakom att hålla räntan oförändrad och heller inte reserverade sig mot räntebanan, men gärna ville skicka en signal om att en normalisering av räntan kan påbörjas i juli.

Wickman-Parak fortsatte med att kommentera den överraskande svaga BNP-siffran för fjärde kvartalet 2009 med att den är historia nu och en historia som dessutom kan komma att skrivas om. Även industriproduktionen, där utfall finns till och med februari, har dock kommit in svagare än väntat. Starka indikatorer för industrin har alltså ännu inte fått något vidare genomslag i utfallsdata. Wickman-Parak menade att detta antingen kan tolkas som att företagen har varit och är för optimistiska, vilket i så fall betyder att indikatorerna så småningom börjar peka nedåt eller så kommer indikatorerna inom kort att också sätta spår i utfallsstatistiken. Wickman-Parak slog fast att hon tror på det senare. Både orderingång och exportsiffror pekar åt det hållet.

Wickman-Parak menade att när företagen överraskades av ett utomordentligt stort efterfrågefall drogs produktion och lager ned i alla led i industrin. Den processen går nu mot sitt slut. Enligt Wickman-Parak så tyder anekdotisk information på att vissa företag har svårt att snabbt möta en ökad orderingång med ökad produktion eftersom företag i tidigare produktionsled inte har lager att tillgå utan man får vänta på leverans av insatsvaror. Även

om det är sporadiska uppgifter skulle det kunna vara en förklaring till att produktionsökningen är svagare än vad orderingång och olika indikatorer antyder.

Wickman-Parak påpekade att BNP-fallet som var större än väntat skulle tyda på att resursutnyttjandet är lägre än vid det penningpolitiska mötet i februari. Samtidigt har sysselsättningen utvecklats starkare. Kapacitetsutnyttjandet i industrin har enligt både SCB och KI rört sig uppåt om än från en låg nivå. I utkastet till penningpolitisk uppföljning dras slutsatsen att resursutnyttjandet förmodligen är högre än vid bedömningen i februari och Wickman-Parak delade den uppfattningen. Hon noterade samtidigt att alla beräkningar av resursutnyttjandet alltid är osäkra och då särskilt nu när det är svårt att veta vilka effekter krisen har haft på den potentiella produktionen. De produktionsgap som Riksbanken beräknar bär heller ingen information om hur resursutnyttjandet ser ut i olika sektorer. Som bekant är produktionsutvecklingen i industri- och tjänstesektorerna helt olika och det innebär även att graden av outnyttjade resurser i de båda sektorerna skiljer sig åt. Wickman-Parak menade att detta är av intresse när penningpolitiska avvägningar ska göras.

Inflationsutfallen för första kvartalet har ju blivit lite högre än Riksbankens bedömning men prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning visar på en avtagande inflationstakt framöver. Det beror dels på avtagande enhetsarbetskostnader men också på en starkare krona. När konjunkturen blir starkare väntas inflationstakten åter vända upp. Wickman-Parak menade att det inte finns någon omedelbar inflationsrisk just nu. Samtidigt måste penningpolitiken ha framförhållning och det gäller att se till att hindra att ett inhemskt inflationstryck genererat från tjänstesektorn byggs upp även om inflationen tillfälligt hålls nere av en starkare krona. Wickman-Parak påpekade att en analys av drivkrafterna bakom inflationen är viktig för penningpolitiken.

Wickman-Parak fortsatte med att säga att dagens extremt låga ränta sattes i en krissituation. Den har varit av värde för att så långt det går bidra till att hålla nere företagskonkurserna. Den har också bidragit till att hushållen lånat, konsumerat och köpt hus och lägenheter. Det har i sin tur gynnat den inhemska ekonomin när exportefterfrågan sviktat så kraftigt.

Men nu är det akuta skedet över enligt Wickman-Parak. Efterfrågan i omvärlden börjar återvända och i vilken utsträckning det kommer att kräva en omställningsprocess för att svenska företag fullt ut ska kunna dra nytta av det är en öppen fråga. Parentetiskt kan det ju noteras att en starkare växelkurs kan driva på en sådan omställning.

Det kommer att ta tid innan företagens ökade efterfrågan ger utslag i ökade investeringar i näringslivet. Dagens låga ränta kan inte ändra på det. Det är också förklaringen till att bankernas utlåning till företag fortsätter att falla. Däremot fortsätter hushållens upplåning att öka i snabb takt och hushållens skuldkvot fortsätter upp från en redan hög nivå. Det är en utveckling som inte är hållbar i längden och när en korrigerig kommer kan det påverka konjunkturen längre fram. Wickman-Parak påpekade att flera direktionsledamöter vid olika tillfällen tagit upp denna problematik. Räntan biter men på ett sätt som i längden är oroande. Att reglerna för belåningsgrad och amorteringar för bostadslån nu kommer att skärpas är en sak men priset på pengar spelar fortfarande roll för utlåningsexpansionen.

Wickman-Parak påminde om att en majoritet av direktionen i februari var överens om att räntan skulle höjas ganska snart; i sommar eller tidig höst. Men det fanns nyanser där hon själv lutade mer åt en höjning till sommaren, men inte ansåg att skillnaden mellan höjning i

juli kontra september motiverade en reservation. Nu har det gått ytterligare en tid med fortsatt förbättring på finansmarknaderna, nästan orubbade tillväxt- och inflationsprognoser, en arbetsmarknad som utvecklas starkare och en fortsatt stark hushållsupplåning. Wickman-Parak upprepade därför att hon stod bakom att räntan kan lämnas oförändrad denna gång, men att hon snarare stärkts i uppfattningen att en lämplig tidpunkt att påbörja en normalisering är i sommar.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** menade att utvecklingen i Sverige i stort följer förväntningarna. Återhämtningen står på allt fastare grund. Sysselsättningen har vänt uppåt snabbare och tydligare än förväntat om man jämför med tidigare konjunkturcykler. I juli förra året räknade Riksbanken med en arbetslöshet på som mest 11 procent under 2010. Nu ligger prognosen på 9 procent. Detta trots att den förväntade tillväxten i BNP bara har justerats upp från 1,1 till 1,8 procent. Det är en positiv men förvånande utveckling som vi i vår analys bättre måste försöka förstå och förklara.

Tudelningen av ekonomin har accentuerats ytterligare med en jämförelsevis stark tjänstesektor och en industrisektor som släpar efter. Nyberg menade att det är ett problem för penningpolitiken som riskerar att överstimulera den inhemska ekonomin medan investeringarna i industrin uteblir i väntan på tydligare signaler om en stigande exportefterfrågan. Den hjälp exportföretagen får av en låg ränta handlar mer om att de kan driva verksamheten vidare genom konjunktursvackan utan att likviditeten hotas av höga kostnader för existerande lån. Bankernas kreditförluster från svenska företag har också varit förvånansvärt små, vilket är en annan aspekt på samma sak.

Nu kan man emellertid börja ana en tydlig ökning i exportefterfrågan. En viktig fråga blir då hur snabbt exportindustrin kan anpassa sig till nya handelsmönster. Sverige har ju traditionellt byggt sin export på investeringsvaror snarare än konsumtionsvaror och sålt till Europa och USA snarare än till Asien och Latinamerika. Hur mycket behöver svensk export förändra sin produktsammansättning för att passa de nya marknaderna och är försäljningskanalerna tillräckligt utvecklade? Men en av de starka sidorna i svensk industri under de senaste femtio åren har varit att göra just sådana anpassningar. Annars vore Sverige fortfarande beroende av stålindustri och varv.

Nyberg betonade att tudelningen inte lett till några negativa överraskningar i lönerörelsen, vilket sågs som en risk vid februarimötet. Tvärtom förefaller avtalen ha hamnat på en samhällsekonomiskt rimlig nivå även i branscher där efterfrågesituationen varit god. Inflationsimpulserna från arbetsmarknaden är alltså små.

En spegelbild av den svaga utvecklingen i industrin och den starka utvecklingen inom tjänstenäringsarna är att utlåningen till företagen fortsätter att falla medan den till hushållen istället ökar i snabb takt. Nyberg upprepade sin ståndpunkt från tidigare möten att detta förlopp på sikt riskerar att bygga upp obalanser i hushållssektorn på det sätt som skedde i ett antal länder före den finansiella krisen. Det bör man undvika. Fortsatt stigande huspriser mitt i en lågkonjunktur är ett oroväckande tecken även om huspriserna i sig inte är något mål för penningpolitiken. Om Finansinspektionen lägger ett tak på belåningsgraden är detta ett steg i rätt riktning. Det är också en tydlig signal om stigande oro.

Nyberg konstaterade vidare att Sverige har starka statsfinanser och framstår som ett gott exempel i jämförelse med många andra länder i världen. Man behöver bara tänka tillbaka på åren efter 1990-talskrisen för att inse vilken styrka som ligger i detta. Men de starka

statsfinanserna har också medverkat till att kronan stärkts mer än förväntat, vilket åstadkommit en viss ekonomisk åtstramning. En viss åtstramande effekt blir det vidare under sommaren och hösten då Riksbankens tre fasträntelån förfaller utan att ersättas av nya. Men eftersom detta är förväntat i marknaden lär det inte ge upphov till några nämnvärda ränterörelser. Det mest betydelsefulla i detta är att Riksbanken återlämnar dagslånemarknaden till bankerna efter att i praktiken ha hanterat den sedan krisen började. Det är ett kvitto på att bankerna nu kan reda sig själva och därmed ett sundhetstecken.

Nyberg sammanfattade med att säga att han stod bakom förslaget om oförändrad reporänta och reporäntebana. Den nya information som inkommit sedan februari har visserligen i huvudsak varit positiv, men inte så kraftigt avvikande att det föranleder en justering av räntebanan. Inflationsprognosen har i utkastet till penningpolitisk uppföljning reviderats ner marginellt 2011. Någon gång i sommar eller i början av hösten är det emellertid dags att lämna krisräntan på 0,25 procent och börja betrakta läget mer som en normal konjunktursvacka. Det är också viktigt att markera för hushållen att tiden med låga räntor inte varar för evigt. Nyberg avslutade med att säga att han i likhet med Wickman-Parak ansåg juli vara en mer naturlig startpunkt för räntehöjningar än september.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** ställde sig också bakom den bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han ville bara komplettera med en kort kommentar om vårens avtalsförhandlingar. De löneavtal som hittills har slutits har fallit ut ungefär som förväntat. Men Industriavtalet har inte fungerat fullt ut lika samlande som tidigare, avtalsperiodernas längd har varierat mer mellan olika avtalsområden och det ser ut att bli fler varsel och konflikter än vid den senaste avtalsrörelsen. Det kan i förlängningen i värsta fall leda till att lönebildningen inte kommer att fungera lika väl framöver som den har gjort de senaste femton åren.

Öberg ställde sig även bakom förslaget att lämna både reporäntan och den föreslagna räntebanan oförändrade. Reporäntan är idag exceptionellt låg. Den är betydligt lägre än vad som följer av en standardregel som Taylorregeln. I reala termer är den cirka -1 procent. Det är en krisränta. Den räntebana som föreslås innebär att reporäntan successivt höjs till en mer normal nivå på cirka 4 procent och att realräntan höjs successivt till cirka 2 procent. Det beräknas leda till att den underliggande inflationen ligger på 2 procent och att resursutnyttjandet är ungefär normalt i slutet av prognosperioden. Förändringarna i prognoserna jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari är små. Öberg menade att det såvitt han kunde bedöma fortfarande är rimligt att påbörja en höjning av reporäntan i sommar eller i början av hösten.

Vidare menade Öberg att man när det gäller utformningen av penningpolitiken behöver ta hänsyn till att avvecklingen av de tre stora lånen till fast ränta i någon mån kommer att verka uppdrivande på de korta räntorna. Den effektiva styrräntan ligger nu på 0,15 procent, i och med att banksystemet är överlikvidiserat genom fasträntelånen, men den kommer vid en avveckling av fasträntelånen att återgå till 0,25 procent eller vad reporäntan då kan komma att ligga på för nivå. Även något längre marknadsräntor hålls troligen nere av fasträntelånen. Om inga nya fasträntelån erbjuds, vilket inte verkar troligt i dagsläget, så innebär förfallen i sig en viss åtstramning av penningpolitiken.

Även andra åtgärder kan leda till en viss åtstramning. Den begränsning av lånens storlek i förhållande till värdet på bostaden, som Finansinspektionen nyligen har föreslagit, är en

sådan åtgärd. Överhuvudtaget kommer en striktare reglering av de finansiella marknaderna troligen att på sikt leda till stigande räntor för låntagarna.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** replikerade att man denna gång kan se valet mellan olika reporäntebanor som en fråga om vid vilken tidpunkt en återgång till en normal räntenivå ska påbörjas, juli, september eller som han själv förespråkar, december. Vilka kriterier ska man då använda för valet av alternativ? Svensson menade att man ska se på den prognos för inflation och resursutnyttjande som hänger samman med varje räntealternativ och sedan välja det alternativ vars prognos för inflation och resursutnyttjande bäst stabiliserar inflation och resursutnyttjande. Då är enligt Svensson december att föredra.

Svensson fortsatte med att bemöta Ekholms argument att hushållens belåning kan innebära framtida risker. Även Nyberg hade tagit upp hushållens belåning och stigande huspriser och varnat för framtida obalanser. Svenssons bestämda uppfattning var att om man tror att belåning och huspriser spelar roll ska man göra en noggrann analys av eventuella effekter på framtida inflation och resursutnyttjande. Om belåning och huspriser visar sig ha effekt kan man i så fall ta med det i prognosen för inflation och resursutnyttjande.

Vidare tog Svensson upp Ekholms resonemang om att en oförändrad reporänta fram till och med det fjärde kvartalet skulle kunna få drastiska effekter på marknadsförväntningarna och medföra att penningpolitiken blir alldeles för expansiv. Om man tror att det är så borde det göras en ordentlig analys av dessa effekter. Svensson förstod inte varför så skulle vara fallet, men menade att om man tror att en oförändrad reporänta till december, men inte till september, skulle få så drastiska effekter kanske det skulle gå att kompromissa om oktober?

Svensson bemötte sedan Wickman-Paraks argument att måtten på resursutnyttjandet är osäkra. Det är i och för sig sant, men det råder inte några tvivel om att resursutnyttjandet nu och de närmaste åren, oavsett hur det mäts, är mycket lågt. Svensson påpekade att han funderat på att ta med ett diagram som finns i det tal han höll på Umeå universitet den 24 februari med prognoser för resursutnyttjandet från olika prognosmakare. Där ser man att de flesta prognosmakare är mer pessimistiska och har lägre prognoser för resursutnyttjandet än vad Riksbanken har.

Svensson replikerade därefter på Wickman-Paraks diskussion om tudelningen i svensk ekonomi och att inflationen i olika sektorer kan vara olika. Han menade att penningpolitiken inte kan göra något åt fördelningen av resursutnyttjandet mellan olika sektorer och inflationstakten i olika komponenter i KPI. Det bästa är att penningpolitiken fokuserar på det genomsnittliga resursutnyttjandet och den genomsnittliga inflationen mätt med KPI eller, som nu är mest lämpligt, med KPIF.

Vidare tog Svensson upp Nybergs resonemang om att en i stort sett oförändrad syn på ekonomin jämfört med i februari motiverar en oförändrad reporäntebana jämfört med februari. Detta förutsätter att reporäntebanan i februari var väl avvägd, men det ansåg Svensson inte att den var. Han tyckte att varje reporäntebana vid varje penningpolitiskt möte ska kunna stå för sig själv och motiveras med att den då bäst stabiliserar inflation och resursutnyttjande.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** svarade på Svenssons inlägg med att säga att även om alla direktionsmedlemmar är överens om att penningpolitiken bör fokusera på inflationsmålet med hänsyn taget till den reala ekonomin, så kan man ändå göra olika bedömningar om vad

som är en väl avvägd penningpolitik. Han påpekade att han liksom Wickman-Parak tidigare ansett att Riksbankens prognoser över realekonomin har varit allt för försiktiga – en syn som visat sig vara riktig.

Nyberg fortsatte med att uttrycka oro över tudelningen i ekonomin. Han menade att ekonomin befinner sig i en situation som man aldrig varit i tidigare och där man inte kan ta samma hjälp av modeller som utgår från historiska samband. Det finns också anledning att ta hänsyn till att obalanser kan skapas som i ett senare läge kan påverka penningpolitiken. Krisen har lärt oss att inte förpassa dessa frågor till att enbart handla om den finansiella stabiliteten. Det är svårt att avgöra när allvarliga obalanser uppkommer, men kostnaderna för att negligera dem kan bli hög.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** började med att påpeka att alla i direktionen höll med om att resursutnyttjandet är lågt och en starkt bidragande orsak till att penningpolitiken bedöms behöva vara expansiv under en lång period. Men även om alla mått på resursutnyttjandet visar att det är lågt så kan man komma till olika resultat när det gäller gapens storlek beroende på om man använder sig av produktions- eller arbetsmarknadsgap och beroende på metod. Hon menade därför att ett mått på produktions- eller arbetsmarknadsgapet i ekonomin inte kan användas på det precisa sätt som Svensson gör. Wickman-Parak efterfrågade istället en mer ödmjuk inställning till beräkningarna.

Vidare menade Wickman-Parak att det inte är rimligt att gömma sig bakom ett genomsnitt när det gäller resursutnyttjandet. För att ha framförhållning måste man analysera vilka drivkrafter som döljer sig bakom data över exempelvis resursutnyttjandet eller inflationen och också försöka utvärdera vad det kan innebära på lite längre sikt. Världen tar inte slut där prognoshorisonten är till ända.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ville kommentera två punkter som Svensson tog upp i sitt inlägg. Den ena är resonemanget om att i den mån man oroar sig över att kredittillväxten och utvecklingen på bostadsmarknaden skapar obalanser som påverkar efterfrågeläget i ekonomin längre fram, så bör detta inkorporeras i prognosen. Ekholm höll med om att det bör vara Riksbankens målsättning. Frågan är dock hur man ska förhålla sig till faktorer som man tror kan ha betydelse för ekonomins utveckling men som man inte har lyckats inkorporera i en siffersatt prognos. Ekholm påpekade att Svensson inte anser att sådana faktorer ska beaktas vid de penningpolitiska besluten. Ekholm menade dock att det är direktionsledamöternas uppgift att ta hänsyn till faktorer som förväntas ha betydelse för hur ekonomin utvecklas sig även när deras betydelse inte kan preciseras exakt i siffror.

Den andra punkten som Ekholm ville ta upp var hennes eget resonemang om att penningpolitiken i dagsläget de facto är mer expansiv än vad som ligger i prognosen och att denna diskrepans skulle riskera att kvarstå eller till och med förvärras om direktionen vid dagens möte beslutade om en mer expansiv penningpolitik. Ekholm påpekade att Svensson efterfrågat en ordentlig analys av vad utfallet skulle bli vid olika beslut givet hur ränteförväntningarna påverkas. Hon instämde i att det vore mycket värdefullt med en sådan analys. Samtidigt så måste direktionen fatta beslut om räntebanan nu, baserat på det underlag som finns nu.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ville kommentera tudelningen som Nyberg på nytt berört. Problemet i realekonomin är ju nu främst att exportindustrin har svårt att komma

igång. Svensson menade att detta är ett argument för en mer expansiv penningpolitik, inte för en mer kontraktiv. En reporäntebana med oförändrad reporänta till och med fjärde kvartalet 2010 skulle troligtvis bidra till en svagare krona och en svagare krona är den bästa hjälpen till exportindustrin nu.

Svensson vände sig sedan till Ekholm och argumenterade att man inte vet om hushållsbelåningen påverkar framtida inflation och resursutnyttjande eller inte. Det man inte vet tyckte han heller inte att man ska reagera på. Det skulle i så fall innebära att man får säkra kostnader, i form av försämrade målpuppfyllelse för inflationen och ett sämre resursutnyttjande, för okända och osäkra vinster.

Vidare tyckte Svensson att Ekholms inlägg om skillnaden mellan marknadsförväntningarna och reporäntebanan, där marknadsförväntningarna längre fram ligger betydligt lägre än Riksbankens reporäntebana, var intressant. Det innebär ju att marknaden väntar sig en betydligt mer expansiv penningpolitik än Riksbanken annonserat. Svensson menade att denna skillnad behöver behandlas och diskuteras ordentligt inför nästa penningpolitiska möte. Svensson underströk att han inte var den som brukar säga att marknaden har rätt och Riksbanken har fel. Men den här gången skulle han inte bli förvånad om en långsammare uppgång av reporäntan visar sig vara mer rimlig.

Därefter sammanfattade förste vice riksbankschef **Svante Öberg** den penningpolitiska diskussionen. Direktionsledamöterna står alla bakom den bild av den svenska utvecklingen som den redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Den svenska ekonomin utvecklades svagt under förra året men under 2010 väntas BNP-tillväxten åter bli positiv. Återhämtningen sker dock från en låg nivå och det kommer att ta tid innan de senaste årens fall i BNP har återhämtats. Arbetsmarknaden har emellertid utvecklats bättre än Riksbanken tidigare har räknat med. Inflationstrycket är lågt och den underliggande inflationen mätt med KPIF beräknas sjunka i år men väntas sedan stiga till cirka 2 procent i slutet av prognosperioden.

Direktionen är enig om att lämna reporäntan oförändrad vid dagens möte. Det finns också en majoritet för den räntebana som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning, vilken innebär att reporäntan troligen börjar höjas från och med sommaren eller tidig höst. Fyra av fem närvarande direktionsledamöter delar den bedömningen. Men direktionsledamöterna skiljer sig lite i bedömningen om huruvida räntan bör börja höjas i juli eller i september. Lars E.O. Svensson delar synen på den ekonomiska utvecklingen men förordar en annan räntebana där reporäntan börjar höjas i december och sedan höjs lite snabbare. Öberg konstaterade att fyra av fem närvarande direktionsledamöter därmed stod bakom den penningpolitiska uppföljningen.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procentenheter och att detta beslut tillämpas från och med den 21 april 2010,

- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 0,75 procent respektive inlåningsräntan oförändrad på -0,25 procent med tillämpning från och med den 21 april 2010,
- att tisdagen den 20 april 2010 kl 9:30 offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen och övriga beslut med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 19 2010, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 3 maj kl 9:30.

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot reporäntebanan och förordade en reporäntebana med en reporänta på 0,25 procent till och med fjärde kvartalet 2010 och därefter en gradvis återgång till huvudscenariots reporäntebana. En sådan reporäntebana ger ungefär samma effekt som den lägre reporäntebana som han tidigare förespråkade, det vill säga ett bättre utfall för både resursutnyttjande och inflation, med både ett högre resursutnyttjande och en KPIF-inflation närmare målet.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg