



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 3

DATUM: 2010-06-30

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: 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

Claes Berg  
Heidi Elmér  
Johanna Fager Wettergren (§1-3)  
David Forsman (§1-3)  
Eric Frieberg  
Mia Holmfeldt (§1-3)  
Ann-Christine Högberg  
Per Jansson  
Johanna Jeansson  
Martin W Johansson (§1-3)  
Pia Kronestedt Metz (§1-3)  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Stefan Palmqvist  
Tommy Persson (§1-3)  
Bengt Pettersson  
Britta von Schoultz  
Lena Strömberg (§1-3)  
David Vestin  
Staffan Viotti

### § 1. Den ekonomiska utvecklingen

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

Lena Strömberg, avdelningen för finansiell stabilitet, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling när det gäller bankers finansiering i Europa. Marknaden har fortsatt att förbättras. Bankerna har tillgång till både kortfristig och långfristig upplåning och några banker från de länder inom euroområdet som särskilt har drabbats av oron för svaga offentliga finanser har kunnat emittera obligationer. Osäkerheten finns dock kvar och marknaden är känslig för negativa händelser. Bland osäkerhetsfaktorerna märks oro för vad som händer efter förfallet av ECB:s tolv månaderslån om 442 miljarder euro, perifera länders beroende av ECB samt problemen med den höga offentliga skuldsättningen i ett antal länder. Ränteskillnaden för tioåriga statsobligationer mot Tyskland har stigit den senaste månaden i synnerhet för Grekland, Irland och Portugal.

Pia Kronestedt Metz, avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det penningpolitiska mötet i april. De penningpolitiska förväntningarna i termer av terminspriseringen har skiftat upp på kort sikt, men ned på längre sikt jämfört med i april. Den allra senaste tiden har de fortsatt upp på både kort och lång sikt, då den svenska reala ekonomin utvecklats starkare än vad marknaden förväntat sig. Marknadsbrevens ger en samstämmig bild av att räntan förväntas höjas med 0,25 procentenheter på det penningpolitiska mötet. De flesta prognoser och utfallen av enkäter ligger i linje med räntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport fram till december 2010. För 2011 ligger enkätsvaren under den föreslagna räntebanan. Sedan mitten av juni har statsobligationsräntorna fortsatt att falla i USA och Storbritannien, medan de stigit rejält i Grekland och i viss mån i Sverige. För svensk del har uppgången berott på återhämtningen i den inhemska ekonomin. Osäkerheten som uppstått om återhämtningen i USA och den fortsatta tillväxten i Kina har haft en dämpande inverkan på börsen globalt.

Per Jansson, avdelningen för penningpolitik, presenterade en sammanfattning av underlaget till direktionens diskussion. Han konstaterade att den svenska ekonomin fortsätter att förbättras. Det bekräftas av den allra senaste tidens statistikutfall; förbättrad arbetsmarknad, stärkt utrikeshandel, ökad detaljhandelsförsäljning och en förbättring av Konjunkturinstitutets (KI:s) konjunkturbarometer. Sammanfattningsvis utvecklas svensk ekonomi starkt.

Återhämtningen i världsekonomin förväntas fortskrida trots den nya osäkerheten i Europa till följd av problemen med de offentliga finanserna. Stabens uppfattning är att de åtgärder som vidtagits och som planeras i olika länder och de initiativ som tagits inom EU- och IMF-samarbetet kommer att bidra till att budgetkonsolideringen i ett antal länder kan ske under ordnade former. Sammantaget har utvecklingen i den globala ekonomin varit i linje med vad som förväntades i april. Efterfrågan är stark på ett antal tillväxtmarknader och tillväxten är god i USA.

Den globala återhämtningen får positiva effekter på den svenska ekonomin där förtroendet ligger på en hög nivå. Den svenska tillväxten i både BNP och sysselsättning har varit snabbare än förväntat och prognoserna har reviderats upp. BNP förväntas nu växa med knappt 4 procent i år, vilket innebär en upprevidering av prognosen med drygt 1,5 procentenhet jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april. Inflationen bedöms ligga runt inflationsmålet under prognoshorisonten. Reporäntan är mycket låg i utgångsläget och när tillväxtutsikterna förbättrats finns det argument för att höja reporäntan. Det behövs nu en gradvis normalisering av penningpolitiken från ett läge som präglats av recession och finansiell kris. Ett ytterligare led i detta är en vidgning av

räntekorridoren så att den återgår till reporäntan +/-75 räntepunkter, vilket innebär att utlåningsräntan i dagens förslag höjs mer än reporäntan. Den svenska ekonomin väntas växa snabbare än både euroområdet och USA:s ekonomier. Återhämtningen i den globala ekonomin väntas bidra till en stark ökning av den svenska exporten. Dessutom är de svenska offentliga finanserna i betydligt bättre skick än i de allra flesta andra länder och hushållen har ett stort sparande att ta av om de vill öka sin konsumtion.

## § 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att påtala att han i stort delar den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Han ville dock betona att även om återhämtningen i världsekonomin fortgår och situationen på de finansiella marknaderna normaliserats betydligt finns det fortfarande behov av en expansiv penningpolitik i Europa och USA. Återhämtningen sker från en mycket låg nivå och kan mycket väl bli ganska långsam. Statsskuldskrisen och finanspolitiska åtstramningar i euroområdet bidrar till att hålla nere tillväxt och resursutnyttjande där. 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.

Svensson fortsatte med att framhålla att det är bra att det finns tydliga indikationer om att ECB och Federal Reserve avser att fortsätta en expansiv penningpolitik. ECB fortsätter med sina tremånaderslån där det senaste kommer att förfalla i december. Det tolkas av många som en indikation om en oförändrad styrränta åtminstone till och med december i år. Vid sitt senaste möte den 23 juni upprepade den amerikanska centralbankens räntekommitté FOMC att det ekonomiska läget är "likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period". Marknadens förväntningar om framtida styrräntor i euroområdet och USA är också låga.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att hon delar synen på konjunkturutsikterna i omvärlden i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Problemen med stora budgetunderskott och växande statsskulder i Europa gör dock prognosen för konjunkturen i omvärlden mycket osäker. Det är svårt att bedöma hur de åtstramningar som nu planeras kommer att påverka tillväxten och inflationen i omvärlden. I normalfallet skulle det kunna förväntas att åtstramningar dämpar tillväxten, men i ljuset av den osäkerhet som skenande statsskulder utgör - där det uppstår tvivel kring huruvida statsskulden kan återföras till en långsiktigt hållbar bana - är det långt ifrån säkert att tillväxten blir lägre än vad den skulle vara utan åtstramningar. Vad som dock framstår som entydigt är att den situation som har uppstått när det gäller de offentliga finanserna i Europa innebär att tillväxtutsikterna är sämre än vad som förutsågs i den penningpolitiska uppföljningen i april.

Ekholm menade att den fortsatta återhämtningen i världsekonomin i dagsläget i stor utsträckning är beroende av fortsatt hög tillväxt i Asien. Det gör att den trots allt framstår som ganska bräcklig. Som kan utläsas av den aktuella nyhetsförmedlingen kan minsta lilla bakslag när det gäller utvecklingen i Kina skapa turbulens och tvivel om styrkan i återhämtningen. Det är också uppenbart att många av tillväxtländerna i Asien och Latinamerika har att hantera stora kapitalinflöden som tenderar att driva upp tillgångspriser och växelkurser. Hur tillväxtländerna lyckas med att hantera dessa inflöden kommer att spela stor roll för hur robust återhämtningen i världsekonomin blir.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att kommentera att det inte har gjorts några stora förändringar i prognosen för den internationella ekonomin för i år om man bortser från upprevideringen av prognosen för japansk tillväxt. Vad gäller utvecklingen i USA så var hennes bedömning, även om statistiken som publicerats gett ett splittrat intryck och bland annat skapat nya diskussioner om styrkan i ekonomin, att den inleda återhämtningen kommer att fortgå. Här menade Wickman-Parak att det var speciellt viktigt att hålla ögonen på sysselsättningen. En fortsatt positiv utveckling av sysselsättningen är en av hörnstenarna för en självgående tillväxt när finanspolitiken blir åtstramande från och med nästa år.

Wickman-Parak framförde att i huvudscenariot i utkastet till den penningpolitiska rapporten antas det att saneringen av statsfinanserna i euroområdet mest utsatta länder kommer att kunna genomföras under ordnade former. Men även i andra länder sätts finanspolitiska åtstramningar eller så har sådana aviserats. Det kommer att påverka tillväxten negativt. Samtidigt har euron försvagats och det verkar åt andra hållet. I till exempel Tyskland, Sveriges enskilt största handelspartner, syns ännu inga tydliga tecken på att den ökade osäkerheten på finansmarknaderna gett avtryck i makrostatistiken. Export och industriproduktion fortsätter att växa och orderingången pekar på att den utvecklingen kan fortsätta. Kommissionens junibarometer för euroområdet som nyligen publicerats tyder inte på någon nedgång. Men euroområdet är det mest osäkra kortet i prognosen. En redan tidigare försiktig tillväxtprognos för euroområdet har reviderats ned för framför allt nästa år och 2012 och det är rimligt.

Wickman-Parak nämnde att den våg av finansiell oro som svepte fram efter Greklandskrisen har dämpats något även om osäkerheten kvarstår. Det borde finnas förutsättningar för att nya allvarliga störningar på finansmarknaderna kan undvikas. Alla kort när det gäller budgetunderskott ligger rimligtvis på bordet, vilket borde bidra till att skingra osäkerhet och oro. Det skyddsnät som byggts upp av IMF och euroländerna borde också ha en stabiliserande inverkan. Det finns också en oro för sundheten i de europeiska bankerna. Beslutet att genomföra och publicera stresstester för europeiska banker bör kunna bidra till att skapa större klarhet och därmed skingra den osäkerhet som är en drivande kraft för finansiell oro. När det gäller Baltikum kan man konstatera att läget där inte förvärrats trots finansoron. Att Estland nu kan ansluta sig till euron från årsskiftet kan också påverka tilltron till de övriga baltiska staterna positivt.

Men även om allvarliga störningar på finansmarknaden undviks kommer förmodligen känsligheten för inkommande data och andra händelser att bestå. Den höga volatiliteten på finansmarknaden kommer enligt Wickman-Parak sannolikt att bestå även framöver.

Givet de antaganden som görs i rapporten, att de statsfinansiella problemen reds ut och att inga allvarliga störningar på finansmarknaderna uppstår, bedömde Wickman-Parak prognosen för den internationella ekonomin i rapporten rimlig och hon ställde sig därför bakom den.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att ställa sig bakom prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten, men ville göra vissa kompletteringar när det gällde den finansiella utvecklingen. Han konstaterade att det sedan det förra penningpolitiska mötet onekligen har hänt ganska mycket på de finansiella marknaderna i världen. Man har i många länder gått från en diskussion om hur länge man behöver fortsätta med

finanspolitiska stimulanser efter krisen för att inte bryta konjunkturuppgången, till en diskussion om hur snabbt man kan avveckla de finanspolitiska stimulanserna för att återställa budgetbalanser och så småningom minska den offentliga skuldbördan. En tidigare långsam finanspolitisk exitstrategi har blivit rekordsnabb. Självklart kan detta komma att få konsekvenser för penningpolitiken i berörda länder.

Nyberg framförde att bakom denna helomvändning ligger i första hand en oro bland investerare världen över när det gäller kreditvärdigheten för vissa stater, i första hand i Sydeuropa, och för banker som arbetar inom dessa stater eller andra banker som köpt deras statsobligationer. Den oron har lett till en osäkerhet om vart utvecklingen är på väg och till starka marknadsrörelser, vilket naturligt nog minskat investerarnas villighet att ta risk. Det gäller både aktier och räntebärande instrument. Börserna har fallit, avkastningskraven på obligationer med kreditrisk har stigit och motsvarande räntekrav på statsobligationer utan kreditrisk har fallit. Tillgången till långsiktig finansiering för länder och för banker som investerarna betraktar som osäkra har minskat avsevärt.

Nyberg menade att det finns det tre viktiga skäl till osäkerheten på marknaden.

För det första är det ännu oklart hur budgetproblemen, och bakomliggande strukturproblem, ska kunna hanteras i Sydeuropa. Åtgärdsplanerna i nuvarande skick har av marknaden inte betraktats som fullt trovärdiga, även om de i vissa länder kommit längre än väntat. Frågan om hur Grekland ska klara sig utan en omstrukturering av sina skulder är inte hanterad. Hur den speciella fond som ska ansvara för budgetstöd till behövande länder i Europa, "the European Financial Stability Facility (EFSF)", ska arbeta är ännu oklart. Dessutom är frågorna kring ECB:s köp av statspapper många.

För det andra finns det en stark misstanke bland många på marknaden om att balansräkningarna i ett antal europeiska banker inte ser så bra ut. Investerarna vill, naturligt nog, veta vilka som blöder och vem som i så fall ska hjälpa dem. Nu har det just i Europa fattats beslut att de stresstester som för närvarande genomförs ska publiceras för varje bank individuellt. Det är inte bara bra, det är nödvändigt. Men då måste man också samtidigt kunna tala om hur de banker som visar sig ha problem ska tillföras kapital. Rimligen sker detta land för land. Men hur går det i länder där staten uppenbarligen inte har något kapital att tillföra? Ska den europeiska gemenskapen lösa detta och i så fall hur?

Nyberg menade att man i det här läget inte kan använda penningpolitik och finanspolitik för att återställa förtroendet som man gjorde under hösten 2008. De möjligheterna är redan uttömda och sådana åtgärder skulle för övrigt knappast hjälpa. Nu återstår bara fullständig transparens. Men transparens räcker å andra sidan ganska långt. Marknaderna behöver inte veta att alla problem är lösta för att kunna fungera, men de måste veta att problemen är kända och att det finns trovärdiga planer för hur de ska lösas. Det är osäkerheten som är problemet.

Den tredje anledningen till osäkerhet bland investerare rör de nya krav på kapital och likviditet i världens banker som utarbetas inom Baselkommittén och diskuteras i G20-kretsen. Även utformningen av tillsynen och reglerna för krishantering är viktiga i detta sammanhang. I Europa vill dessutom ett antal stater införa bankskatter på liknande sätt som gjordes i Sverige i ett inledande skede av krisen. Det är rimligen svårt för investerare på marknaden att värdera banker och att förse dem med kapital innan regelverk och beskattningsformer är klara. Samtidigt samlar vanliga producerande företag likviditet och

väntar med investeringar eftersom de är osäkra på hur mycket och till vilka räntor de kommer att kunna låna i bankerna eller på marknaden. Osäkerheten minskar riskviljan och hämmar kreditflödena. Därför är det även i detta sammanhang centralt att osäkerheten kan minska. Hur regelverket i detalj ser ut är inte det avgörande.

I det goda scenario som finns i rapportutkastets huvudscenario och som Nyberg menade i alla fall var hans huvudscenario, så skingras en stor del av all denna samlade osäkerhet under resten av detta år. Det blir klart hur statsskuldproblem i Europa ska hanteras, banker som behöver tillförs kapital eller fusioneras med andra och de nya regelverken blir beslutade. Men innan detta har skett kommer sannolikt marknaderna att vara onormalt känsliga för dåliga nyheter och prisrörelserna större och snabbare än de brukar vara. Och stöter de känsliga politiska processer som ska hantera utvecklingen på allvarliga problem så kommer detta att leda till växande snarare än minskande osäkerhet och därmed till allvarliga problem även för kapitalförsörjningen på marknaden.

Nyberg återvände i sitt resonemang slutligen till helomvändningen från en långsam till en snabb finanspolitisk exitstrategi. I många länder är den påtvingad. Det fanns helt enkelt ingen annan utväg. I ett kort perspektiv leder detta till minskad efterfrågan och tillväxt i de drabbade länderna och därmed i Europa. Men å andra sidan kan det kanske bli klart hur man ska lösa de statsskuldproblem som gradvis byggts upp under ett antal år före krisen i många länder. Och kanske också hur man ska hantera ett antal avgörande strukturfrågor när det gäller till exempel arbetsmarknad och pensionssystem. Då kan de långsiktigt positiva effekterna för tillväxten komma att överväga de kortsiktigt negativa.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att återhämtningen i den internationella ekonomin har fortsatt trots krisen kopplad till problemen med de offentliga finanserna i Europa. Världshandeln har återhämtat sig betydligt snabbare än Riksbanken räknade med för ett år sedan. Efterfrågan är särskilt stark i tillväxtländerna. Det är med andra ord tydligt att den globala tillväxten tagit fart och att återhämtningen i världshandeln är stark. OECD:s ledande indikator för OECD-området har fortsatt att förbättras och svensk export och import växer snabbt. Ingves ställde sig bakom den bild av den internationella utvecklingen som finns i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

För euroområdet räknar Riksbanken enligt utkastet till penningpolitisk rapport med en svag tillväxt både i år och nästa år till följd av dämpade utsikter för inhemsk efterfrågan. Givet de statsfinansiella bekymmer som finns och den tillhörande diskussionen om tillståndet i banksektorn i delar av Europa är det rimligt att revidera ned tillväxtprognosen i rapporten på det sätt som gjorts. En positiv faktor för stabiliteten i Sveriges närområde är att Estland nästa år kommer med i euroområdet. Det gynnar även Lettland och Litauen.

Ingves noterade att de senaste årens finansiella kris som ledde till en makroekonomisk kris utgörs av flera faser. I den fas av den finansiella krisen som Europa nu befinner sig i är det alltså statsfinanserna som står i fokus. Två faktorer spelar en särskilt viktig roll. Den ena är storleken på internationella bankers fordringar på offentlig sektor. Den andra är storleken på ländernas bytesbalansunderskott. De åtgärder som vidtagits, till exempel stödpaket, europeisk finansieringsmekanism och den europeiska centralbankens köp av statspapper är att betrakta som ett första förband. Åtagandena tar tag i akuta kassaflödesbekymmer om länderna inte kan låna, men löser inga långsiktiga problem. Det kommer att krävas mycket

arbete. Här är man sannolikt bara i början av ett mångårigt arbete där det svenska exemplet med budgetkonsolidering på 1990-talet kan ge en viss vägledning.

Mot bakgrund av det sviktande förtroendet är de pågående paneuropeiska stresstesterna för banksektorn något som är mycket värdefullt, viktigt och välkommet. När resultaten väl föreligger reducerar det osäkerheten, vilket underlättar marknadernas funktionssätt samtidigt som det tvingar banker med problem att ta itu med dessa i stället för att förlita sig på långvarigt likviditetsstöd.

Slutligen återkom Ingves till statsskuldproblematiken. På kort sikt kan finanspolitiska åtstramningar dämpa tillväxten. Men skuldnivåerna är så pass höga att trovärdiga konsolideringar bör minska risken för "crowding out"-effekter. Därmed bör de bidra till positiva effekter på tillväxten längre fram till följd av lägre långa räntor och ökad framtidstro. Om efterfrågeeffekterna inte blir så stora kanske inte heller följdverkningarna för den svenska ekonomin behöver bli så stora.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** ställde sig också bakom bilden av den internationella utvecklingen i utkastet till den penningpolitiska rapporten. BNP-tillväxten för världen som helhet beräknas bli stark, men BNP-tillväxten i vårt närområde beräknas bli måttlig. Dessutom startar uppgången från en låg nivå. Bedömningen är att det blir en relativt låg inflation i omvärlden.

Öberg ville bara ta upp en fråga, den statsfinansiella krisen och att det, som flera andra hade framhållit, finns en risk för en sämre utveckling i omvärlden. Ett sådant riskscenario finns ju också redovisat i rapporten.

Det finns i huvudsak tre orsaker till krisen, menade Öberg. För det första var de offentliga finanserna i många länder alltför svaga redan innan krisen, för det andra har lågkonjunkturen försämrat de offentliga finanserna och för det tredje har flertalet länder fört en expansiv finanspolitik för att dämpa konjunkturedgången. Problemen förvärras av två faktorer; dels av att en djup lågkonjunktur normalt sänker potentiell BNP och därmed potentiella skatteintäkter, dels av att de stora underskotten och de snabbt stigande statsskulderna driver upp räntorna.

För vissa länder kan utvecklingen bli dramatisk. För Grekland har det redan skett. Men det handlar inte bara om Grekland. Flera andra länder har också stora problem. I Europa gäller det främst Spanien, Portugal och Irland. Underskotten i USA är också mycket stora, betydligt större än i euroområdet. I flera länder genomförs nu kraftiga budgetåtstramningar för att förbättra de offentliga finanserna. Men det kommer att ta flera år att komma tillbaka till en långsiktigt hållbar situation och under den tiden finns det risk för nya kriser.

Problemen riskerar också att sprida sig till bankerna. I viss utsträckning har det redan skett. Olika mått på problem i banksektorn, som interbankräntor och CDS-premier för stora europeiska banker, har stigit de senaste månaderna. De ökade spreadarna för banker, särskilt i Grekland och Portugal men också i Spanien och Italien, gör det svårare för dem att finansiera sig på marknaden, vilket kan komma att hålla tillbaka utlåningen och därmed få dämpande effekter på den reala utvecklingen. Förhoppningsvis kommer de stresstester av europeiska banker, som flera ledamöter redan har hänvisat till och som ska redovisas i juli, att ge en god bild av stabiliteten i banksektorn. Men det är då viktigt att resultaten av

stresstesterna blir trovärdiga och att det, som Nyberg framhöll i sitt inlägg, är tydligt hur de banker som kan behöva nytt kapital kommer att hanteras.

Öberg framhöll slutligen att det redan i den penningpolitiska uppföljningen i april gjordes bedömningen att de statsfinansiella problemen kommer att ha en dämpande inverkan på BNP-tillväxten särskilt i euroområdet och nu har det i prognosen inkluderats den dämpande effekten av ytterligare finanspolitisk åtstramning. Men utvecklingen den senaste tiden har förstärkt farhågorna för en mer dramatisk utveckling. Erfarenheterna av tidigare finanskriser, såsom de till exempel har beskrivits i studier av Carmen Reinhart och Kenneth Rogoff, visar att snabbt stigande räntor och kraftigt stigande statsskulder kan leda till betalningsinställelser. Skulle det inträffa kan det äventyra den finansiella stabiliteten och utvecklingen i omvärlden kan då bli betydligt svagare än den bedömning som finns i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

### § 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att ställa sig bakom bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport. Han påtalade att han också stödjer förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och den räntebanan som redovisas i rapporten. Men skulle utvecklingen i omvärlden bli betydligt svagare än vad som anges i rapporten så får direktionen vara beredd att ompröva penningpolitikens inriktning. Öberg ville därefter ta upp två frågor; vårens löneförhandlingar och skälen för att stödja förslagen om reporäntan och räntebanan.

Löneförhandlingarna har som förväntat resulterat i måttliga löneökningar. Men det har förekommit fler varsel och konflikter än vid den senaste avtalsrörelsen, avtalsperioderna längd har varierat mellan olika avtalsområden och Industriavtalet har sagts upp för en del av industrin. Lönebildningen har fungerat väl sedan mitten av 1990-talet och Industriavtalet har varit en stabiliserande faktor i det sammanhanget. Det finns skäl för Riksbanken att inför nästa avtalsrörelse tänka igenom vad de nya förutsättningarna kan komma att betyda för lönebildningen. På kort sikt är det inget problem för penningpolitiken, men det skulle kunna bli det på längre sikt.

Öberg övergick sedan till att ta upp sina skäl för att stödja förslagen om reporäntan och räntebanan. Revideringarna sedan i april talar för att höja i juli. I april räknade vi med att höja reporäntan antingen i juli eller i september. Sedan dess har prognosen för BNP-tillväxten i år reviderats upp kraftigt. Första kvartalet blev bättre än prognostiserat och det finns indikationer som pekar på att även andra kvartalet blir starkt. Resursutnyttjandet är något högre och arbetslösheten något lägre än vi räknade med i april. Prognoserna för inflationen och lönerna är i stort sett desamma. Det talar sammantaget för en höjning i juli snarare än i september.

Men trots att BNP-tillväxten 2010 är kraftigt uppreviderad väntas resursutnyttjandet vara lågt under större delen av prognosperioden, vilket håller nere det inhemska inflationstrycket. Inflationimpulserna från omvärlden kommer också att vara dämpade. Det låga resursutnyttjandet och det måttliga inflationstrycket talar för att reporäntan bör vara lägre än normalt även den närmaste tiden. Därigenom stimuleras den reala ekonomin och inflationen hålls nära inflationsmålet. Men i takt med att konjunkturen återhämtar sig,



resursutnyttjandet stiger och inflationstrycket ökar, så bör Riksbanken lätta på gaspedalen och reporäntan bör gradvis höjas upp mot en mer normal nivå.

Ytterligare ett skäl till att inleda räntehöjningarna, menade Öberg, var att det markerar att räntorna på längre sikt kommer att vara betydligt högre än idag. Om företag och hushåll baserar sina beslut på orealistiskt låga långsiktiga ränteförväntningar så kan det leda till ohållbart höga lånenivåer och snedvridna investeringsbeslut, vilket i sin tur kan få negativa effekter på produktion och sysselsättning. Det senaste årets låga ränta tycks ha dragit ner förväntningarna om räntorna även på längre sikt. Enligt Prosperas junimätning av förväntningarna om reporänta och inflation är den förväntade reporäntan om 5 år 2,7 procent och den förväntade reala reporäntan 0,5 procent. Marknadsräntorna och Konjunkturinstitutets mätningar tyder också på förväntningar om orealistiskt låga räntor på längre sikt.

Öberg framförde att det är viktigt för penningpolitiken att förväntningarna om räntan ligger i linje med räntebanan. Det är marknadens förväntningar om ränteutvecklingen, inte Riksbankens räntebana, som i praktiken styr räntesättningen för hushåll och företag och därmed betyder något för den ekonomiska utvecklingen. Nu ligger marknadsförväntningarna under räntebanan och skillnaden är dessutom ovanligt stor. Det tyder på att penningpolitiken i praktiken är betydligt mer expansiv än vad som avses i utkastet till den penningpolitiska rapporten. När den av marknaden förväntade räntebanan används i Riksbankens modeller visar resultatet att det leder till en mycket kraftig BNP-tillväxt och en underliggande inflation långt över inflationsmålet. Det är naturligtvis inte bra.

Det är enligt Öberg också rimligt att räntehöjningarna inleds tidigare i Sverige än i USA och euroområdet. I rapporten förutses en högre BNP-tillväxt och en något högre inflation i Sverige, särskilt när man jämför med euroområdet. Finanspolitiken i USA och i euroområdet kommer troligen att bli betydligt mer åtstramande än i Sverige, vilket också är ett skäl för att hålla räntan låg längre i dessa regioner.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att säga att han i stort sett delade den syn på den underliggande – av penningpolitiken oberoende – ekonomiska utvecklingen i Sverige som förs fram i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Dock föredrog Svensson en annan reporäntebana än den i huvudscenariot, nämligen en reporäntebana där reporäntan lämnas oförändrad på 25 punkter till och med fjärde kvartalet 2010 och sedan gradvis återgår till huvudscenariots räntebana. En sådan reporäntebana leder till ett klart bättre utfall för inflationen och resursutnyttjandet, i och med att den leder till såväl en KPIF-inflation närmare målet som en arbetslöshet som inte är fullt så hög utan lägre och närmare en rimlig jämviktsarbetslöshet.

Svensson påminde om att han vid tidigare penningpolitiska möten hade upprepat att Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik och att penningpolitiken därmed syftar till att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som resursutnyttjandet runt en normal nivå. Stabilisering av inflation runt inflationsmålet följer av Riksbankslagens mål om prisstabilitet. Stabilisering av resursutnyttjandet runt en normal nivå följer av förarbetenas betoning av att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, skall stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

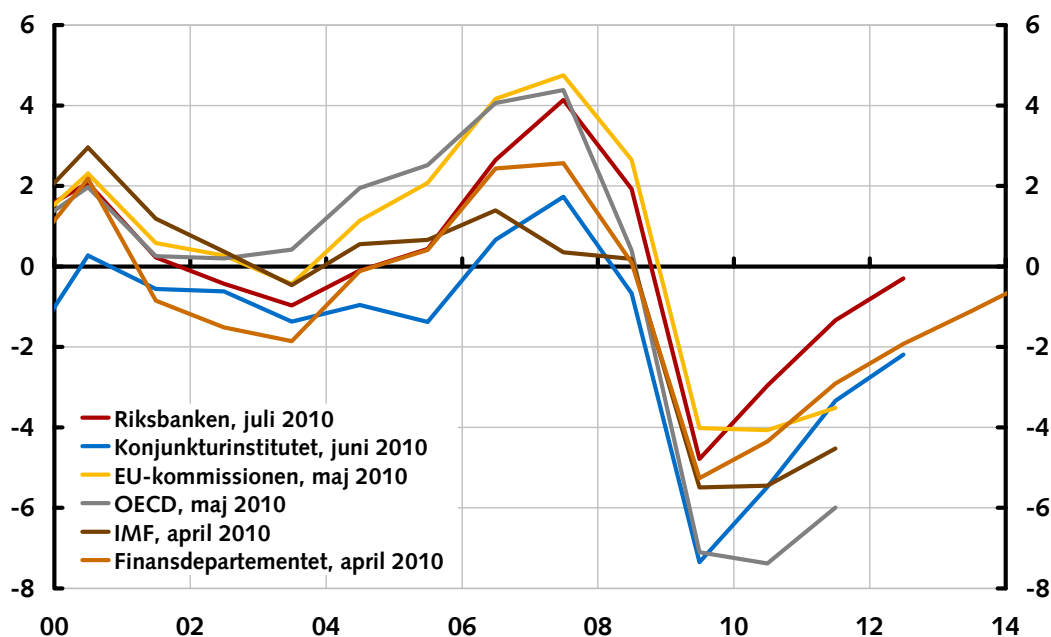
Svensson framhöll att somliga läsare av protokollet kanske har fått intrycket att han är den ende i direktionen som tolkar Riksbankslagen och förarbetena på detta sätt. Men inget kan vara mer fel än ett sådant intryck. Direktionen har nämligen efter omfattande diskussion enats om en ny version av skriften Penningpolitiken i Sverige, som publicerades efter det penningpolitiska mötet i april. Utkastet till penningpolitisk rapport inleds från och med denna gång med sammanfattningen av den skriften. I den andra punkten i denna sammanfattning framgår just att Riksbanken förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor och därmed bedriver en flexibel inflationsmålpolitik. Tydligare än så kunde det enligt Svenssons mening inte sägas. Det följer således att penningpolitiken går ut på att välja en reporäntebana så att inflationen bäst stabiliserar runt inflationsmålet och resursutnyttjandet bäst stabiliseras runt en normal nivå. Nu återstår bara att tillämpa detta vid valet mellan olika reporäntebanor.

Svensson nämnde att han har noterat att Finansutskottet in sin nyligen publicerade utvärdering av penningpolitiken 2007-2009 yttrat att "Utskottet vill dock upprepa sin tidigare ståndpunkt att en flexibel inflationsmålpolitik bland annat kräver att Riksbanken mycket tydligt redovisar varför olika penningpolitiska beslut har tagits eller inte tagits". Svensson menade att detta bör innebära en tydlig redogörelse för för- och nackdelar med olika räntebanor och en sammanfattande värdering av dessa. Det gäller att förklara varför en viss räntebana är mest lämplig bland de alternativ som finns att tillgå.

Detta kan enligt Svensson ske på följande sätt: Utgå från de alternativa reporäntebanor som visas i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. I diagram 2:16 visas en högre och en lägre alternativ reporäntebana. I diagram 2:21 visas motsvarande alternativa KPIF-prognoser. I diagram 2:18 och 2:19 visas motsvarande alternativa timgap- och produktionsgapprognoser.

De timgap och produktionsgap som visas är dock mycket bristfälliga mått på resursutnyttjandet. De är så kallade HP-gap. Produktionsgapet indikerar att nuvarande djupa recession inte är djupare än tidigare högkonjunktur i början av 2008 var hög. Timgapet indikerar att nuvarande djupa recession bara är drygt en tredjedel så djup som tidigare högkonjunktur var hög. Detta är förstås orimligt, hävdade Svensson. Det framgår också av en bild på andra prognosmakares prognoser för produktionsgapet som han ville visa, se diagram 1. Det visar att andra bedömare är mindre optimistiska än Riksbanken. Konjunkturinstitutets produktionsgap som visas där och dess timgap som visas i senaste Konjunkturläget är betydligt rimligare än Riksbankens produktions- och timgap hävdade Svensson. Det visar att Sverige hade en liten högkonjunktur tidigare och nu har en mycket djup recession.

Diagram 1. BNP-gap, olika bedömningar



Svensson ansåg att det är bra att Riksbanken håller på att utveckla nya bättre mått på resursutnyttjandet. Det är dock ett misstag att vid konstruktion av dessa och liknande mått på resursutnyttjandet insistera på att medelvärdet skall vara noll över konjunkturcykeln, särskilt när nuvarande extremt stora recession har inträffat. Då är det rimligt att medelvärdet istället blir negativt under den senaste konjunkturcykeln.

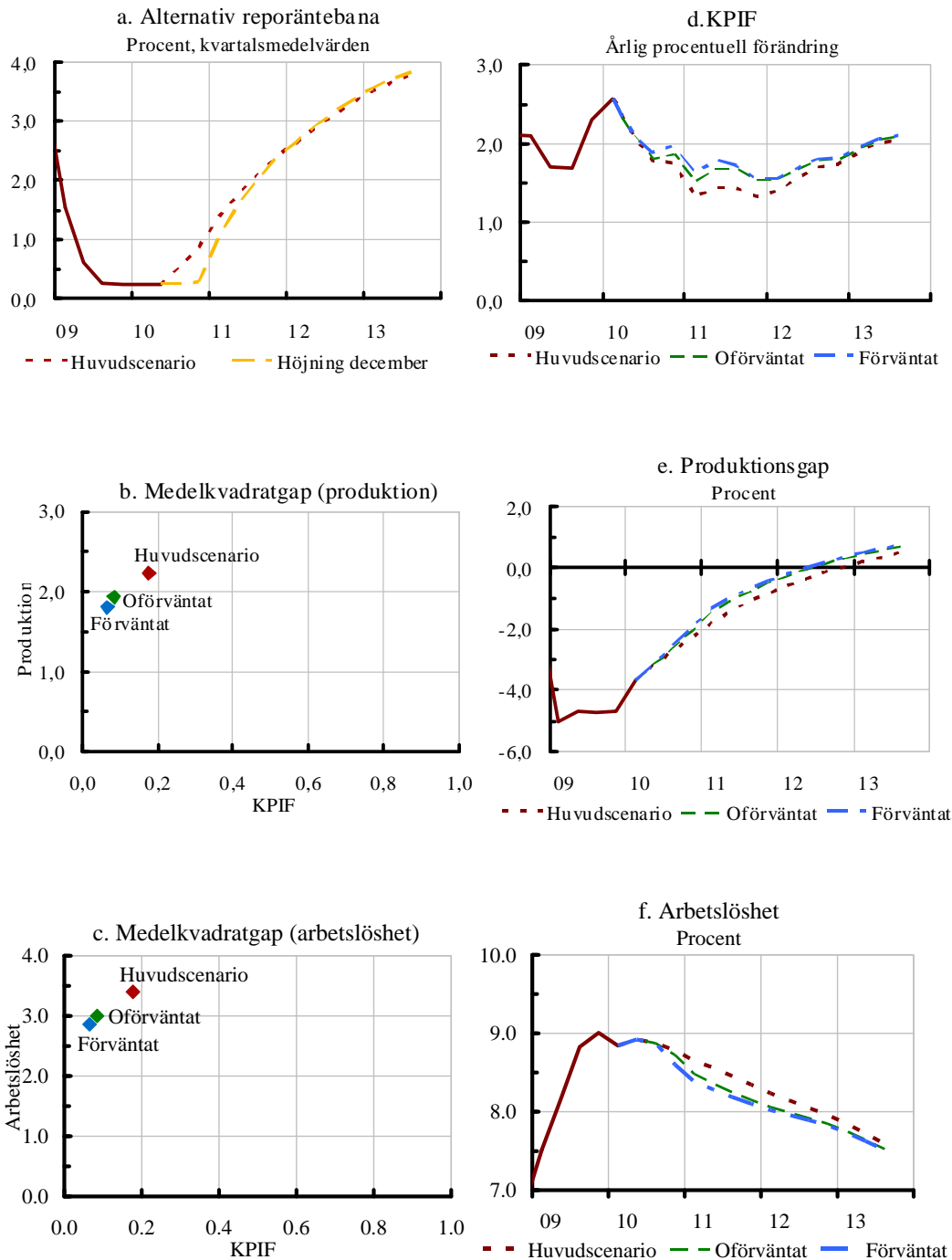
Om gapen i diagram 2:18 och 2:19 är problematiska mått så är dock arbetslösheten ett tämligen okontroversiellt mått på resursutnyttjandet, hävdade Svensson. En rimlig jämviktsarbetslöshet kan bedömas ligga i intervallet 6 till 7 procent. Det är inget tvivel på att en arbetslöshet på 8 till 9 procent innebär ett onormalt lågt resursutnyttjande.

Svensson ville visa ytterligare ett diagram, diagram 2. Där visas konsekvenserna av den lägre reporäntebanan, samma reporäntebana som den lägre i rapportens diagram 2:16, där reporäntan hålls på en låg nivå till och med december och sedan gradvis återgår till huvudscenariots bana. Som ett bättre mått på resursutnyttjandet visas prognosen för arbetslösheten i panel f. Diagram 2 liknar i övrigt diagram som Svensson visat och förklarar vid tidigare penningpolitiska möten, och han gick därför inte igenom alla detaljer. Prognoserna som är märkta "Oförväntat" respektive "Förväntat" motsvarar de fall när den lägre reporäntebanan inte blir trovärdig utan kommer som en överraskning respektive annonseras nu, blir trovärdig och bakas in i marknadsförväntningarna. I det senare fallet blir effekten av den lägre reporäntebanan något större.

Det framgår att den lägre reporäntebanan leder till att inflationsmålet uppfylls bättre för KPIF-inflationen och att resursutnyttjandet blir närmare normalt. Arbetslösheten blir lägre och närmare en rimlig jämviktsarbetslöshet. Det syns direkt i diagrammen för prognoserna för KPIF och arbetslösheten men också med hjälp av medelkvadratgapen i panel b och c,

påpekade Svensson. Därför föredrog han den lägre reporäntebanan framför huvudscenariots bana.

**Diagram 2. Lägre räntebana**



Källa: SCB, Riksbanken

Svensson noterade inom parentes att när det gäller jämförelsen av alternativa räntebanor i texten i utkastet till penningpolitisk rapport finns det på sidan 28 en märklig kommentar om överhettningstendenser och flaskhalsproblem med mera för den lägre räntebanan. Dessa tendenser och problem bör ju redan vara inbakade i prognoserna, dessa är ju riskjusterade väntevärdesprognoser. För övrigt är det enligt Svensson svårt att se några allvarliga överhettningstendenser med en arbetslöshet runt 8 procent. Skulle sådana tendenser visa sig senare går det att korrigera penningpolitiken då.

Man skulle enligt Svensson också kunna överväga att vänta till februari 2011 med att höja reporäntan. Man skulle också kunna låta reporäntan gå upp i långsammare takt än huvudscenariots reporäntebana indikerar. Detta är möjligheter vars konsekvenser Svensson önskade skulle bli ordentligt utredda inför nästa penningpolitiska möte.

Svensson var inte övertygad om att en så snabb uppgång av reporäntan som i huvudscenariot är motiverad, oavsett när höjningen påbörjas. Reporäntebanan stiger mycket brantare än marknadsförväntningarna och ligger ett till två år framåt långt över marknadsförväntningarna. Om Riksbanken höjer reporäntan enligt reporäntebanan och marknadsförväntningarna skiftar upp mot räntebanan innebär det en betydligt stramare faktisk penningpolitik än för närvarande. Detta kan innebära ännu lägre inflation och högre arbetslöshet. Svensson trodde att en långsammare uppgång av reporäntan mycket väl kan vara förenlig med nuvarande prognoser för inflation och resursutnyttjande. Svensson framhöll att han inte var den som brukar säga att marknaden har rätt och Riksbanken har fel, men i detta fall tyckte han att det kan ligga en hel del i marknadens förväntningar. I alla händelser ansåg Svensson att takten i uppgången och förhållandet till marknadsförväntningarna och prognoserna för inflation och resursutnyttjande måste analyseras ordentligt till nästa penningpolitiska möte.

Sammantaget föredrog alltså Svensson en reporäntebana där reporäntan hålls på 0,25 procent till och med fjärde kvartalet 2010 och därefter en gradvis återgång till huvudscenariots reporäntebana.

Han noterade avslutningsvis att KI i senaste Konjunkturläget rekommenderar en senare höjning av reporäntan, eftersom detta av KI bedömdes leda till en bättre avvägd penningpolitik med något högre inflation och ett något högre resursutnyttjande.

Svensson sa vidare att om hans kollegor i direktionen hade några bra argument för varför huvudscenariots reporäntebana är bättre än en lägre reporäntebana var han förstas beredd att bli övertalad och ändra sig. Han ville återkomma senare med synpunkter på fördjupningen om effekter av ett fall i bostadspriserna.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att jämföra med situationen för ett år sedan då marknaden för svensk export förväntades vara i stort sett oförändrad 2010. Idag leder Riksbankens internationella prognos sammantaget fram till att den svenska exportmarknaden växer med omkring 5 procent i år. De externa förutsättningarna för svensk tillväxt har alltså förbättrats högst avsevärt jämfört med när reporäntan sänktes till den nuvarande nivån.

De nationalräkenskaper som nu finns tillgängliga visar en ny bild av tillväxtförloppet förra året; BNP har vuxit allt sedan andra kvartalet. Till detta ska läggas att BNP för första kvartalet blev betydligt starkare än väntat. Det innebär att det nu går lättare att förklara den

senaste tidens utveckling på arbetsmarknaden. Samtidigt harmonierar nya utfallsdata som export och industriproduktion bättre med indikatorerna. Wickman-Parak sammanfattade med att säga att förslaget till penningpolitisk rapport på ett utmärkt sätt analyserar nuläget i ekonomin och att hon ställde sig bakom de prognoser som presenterats.

När det gäller dagens beslut påminde Wickman-Parak om att hon redan vid det penningpolitiska mötet i april lutade starkt mot en höjning av reporäntan i juli. Den betydligt starkare utvecklingen i svensk ekonomi har stärkt den uppfattningen och hon stödde förslaget att vid detta möte höja räntan till 0,5 procent. Den handelsvägda tillväxten för omvärlden och tillväxten för Sverige har reviderats ner för nästa år och 2012 och det har också motiverat en nedjustering av reporänteprognosen mot slutet av prognoshorisonten. Det var i linje med den syn Wickman-Parak haft tidigare och hon ställde sig bakom räntebanan i rapporten.

Wickman-Parak fortsatte med att säga att det finns olika sätt att närma sig ett beslut om reporäntan. Riksbankens prognoser baseras på bra och sofistikerade modeller men de är ändå förenklingar av verkligheten. Modellresultaten kompletteras med bedömningar. Men det finns aldrig något entydigt svar på vilken räntebana som är den bästa i bemärkelsen att den ger upphov till den bästa möjliga ekonomiska utvecklingen under prognoshorisonten men också skapar förutsättningar för en balanserad utveckling därefter. I rapporten finns alternativ med både lägre och högre räntebana och med modellhjälp kan man på ett konsistent sätt räkna fram vad dessa alternativ skulle betyda för tillväxt, resursutnyttjande och inflation under prognosperioden. Den lägre räntan innebär att KPIF-inflationen ligger närmare målet under prognosperioden och att timgapet sluts snabbare än i huvudscenariot. I alternativet med högre ränta blir det föga överraskande precis tvärtom. Borde det inte vara enkelt – borde inte den lägre räntan vara att föredra, frågade sig Wickman-Parak.

Wickman-Parak menade att det inte var så enkelt. Vid flera tillfällen har gapanalyserna diskuterats liksom den stora osäkerhet som de är behäftade med. Det innebär att beräkningarna inte kan uppfattas som precisa absoluta sanningar. Därtill kommer, vilket Wickman-Parak menade att hon fört fram vid tidigare möten, att penningpolitiken måste hantera risker. För att kunna göra det var det för henne viktigt att inte behandla prognosperioden som fristående och enskild utan även beakta vad som hänt dessförinnan och hur beslut nu kan påverka utvecklingen därefter.

Wickman-Parak fortsatte med att säga att hennes beslut att ansluta sig till huvudscenariots räntebana har påverkats av att hon inte kan vara helt tillbakalutad när det gäller inflationen längre fram. Resursutnyttjande är visserligen lågt och arbetslösheten är hög. Men när efterfrågan på arbetskraft nu tar fart; är det då säkert att företagen kan hitta lämplig arbetskraft? Vid den förra konjunkturuppgången uppstod ganska tidigt brist på arbetskraft trots förhållandevis hög arbetslöshet. Kan det hända igen? Och hur kan det påverka företagens kostnadstryck och inflationen längre fram? Wickman-Parak hade övervägt dessa risker men ändå stannat vid att den föreslagna reporäntebanan, och inte en högre, var att föredra. I den andra vågskålen fanns nämligen de risker som härrör från omvärlden. En lägre reporäntebana skulle å andra sidan accentuera nämnda risker beträffande inflationen.

Wickman-Parak ville också lyfta fram ett exempel på hur hon resonerat kring det som föregått den nu aktuella prognosperioden. Företagen har just passerat tre år med starkt stigande enhetsarbetskostnader. Kan de då inte i ett starkare efterfrågeläge passa på att

pressa ut lite mer i konsumentledet? Detta är också en riskbedömning som hade fått henne att välja huvudscenariots räntebana framför alternativscenariots lägre dito.

När det gäller hushållens upplåning ansåg Wickman-Parak inte att det utgjorde något näraliggande problem. Men denna variabel är ändå en riskfaktor i det lite längre perspektivet. En lite högre ränta nu kan få hushållen att börja anpassa sig så att en ännu högre skuldkvot inte tvingar dem att göra stora nedskärningar i konsumtionen när räntan ändå börjar höjas längre fram och det då kanske måste ske i snabba steg.

Mot bakgrund av hennes sammanvägda bedömning av riskerna så menade Wickman-Parak att huvudscenariots räntebana utgjorde en väl avvägd penningpolitik. Skulle vi senare få betydande sättningar i den internationella tillväxten med återverkningar på den svenska ekonomin måste givetvis penningpolitiken anpassas därefter då. Wickman-Parak avslutade med att säga att förslaget till reporäntebana visar en låg och negativ realränta ett tag till och det dröjer alltså innan penningpolitiken blir åtstramande.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** delade synen att svensk ekonomi ser ut att återhämta sig starkt och att det i ljuset av detta är rimligt att revidera upp prognosen för BNP-tillväxten för Sverige substantiellt. Men hon ställde sig inte bakom förslaget att höja reporäntan till 0,5 procent.

Liksom vid de senaste beslutstillfällena handlade dagens beslut för henne om en avvägning mellan å ena sidan behovet av en fortsatt mycket expansiv penningpolitik för att uppnå inflationsmålet och stabilisera realekonomin under förutsättning att saker och ting utvecklas som förväntat och å andra sidan behovet av att undvika att en exceptionellt låg styrränta i sig skapar obalanser som leder till en annan utveckling. Det kan till exempel handla om risken att en låg ränta under lång tid drar ned de förväntade framtida räntorna och leder till en överdriven skuldsättning hos hushållen och uppdrivna priser på bostäder. Ett problem när denna avvägning har diskuterats tidigare är att det inte har funnits något att förhålla sig till när det gäller de förväntade konsekvenserna av sådana obalanser för det som har betydelse för Riksbanken, det vill säga inflation och resursutnyttjande. I utkastet till penningpolitisk rapport så görs för första gången ett försök att uppskatta hur ett husprisfall skulle kunna påverka den makroekonomiska utvecklingen under lite olika antaganden om hur penningpolitiken reagerar. Huruvida scenariot med ett fall i huspriserna på 20 procent är realistiskt är svårt att bedöma, men räkneexemplet pekar ändå mot att konsekvenserna kan bli ganska dramatiska och svåra att motverka med ytterligare lättnader i penningpolitiken.

Detta räkneexempel svarar inte på frågan hur den penningpolitik som Riksbanken bedriver påverkar sannolikheten att obalanser byggs upp på ett sätt som kan leda till fallande huspriser i framtiden. När det gäller den frågan menade Ekholm att direktionens sex ledamöter tycks ha lite olika uppfattningar. Personligen trodde hon att en ränta nära noll under lång tid ökar sannolikheten för ett sådant scenario, men samtidigt trodde hon inte att risken för det är överhängande i dagsläget.

Ekholm ställde sig frågan hur man vid detta beslutstillfälle skulle se på avvägningen mellan å ena sidan behovet av att hålla en så låg ränta som möjligt för att få upp en inflation som mätt med KPIF enligt prognosen kommer att hamna en bit under målet på 2 procent under merparten av prognosperioden samt att understödja återhämtningen och å andra sidan behovet att höja räntan för att minska risken för att obalanser byggs upp som leder till en ännu sämre utveckling i framtiden. Hennes svar vid detta tillfälle var att det förra behovet

övervägde. Ekholm ansåg alltså att det är viktigare att fortsätta hålla en så låg ränta som möjligt för att få upp inflationen och resursutnyttjandet än att höja räntan för att stävja en eventuell uppbyggnad av obalanser. Hon ville anföra ett par skäl till detta:

För det första ser visserligen återhämtningen i svensk ekonomi ut att vara klart starkare än tidigare prognostiserat, vilket i sig skulle motivera en höjning. Men samtidigt så råder det större osäkerhet idag om utvecklingen i övriga Europa och på de finansiella marknaderna. Innan det har kommit mer konkret information om hur de statsfinansiella problemen ska lösas och om hur läget ser ut i de europeiska bankerna – exempelvis genom att resultaten från stresstester av dessa banker publiceras – är risken för störningar på de finansiella marknaderna förhöjd. Av försiktighetsskäl menade Ekholm därför att Riksbanken kan avvakta något med att höja räntan.

För det andra så kommer en del av de okonventionella åtgärder som vidtagits under den finansiella krisen att avvecklas nu under sommaren. Riksbanken har egna förfall på fasträntelån, där 100 miljarder förfaller idag och ytterligare 100 miljarder i slutet av augusti. ECB:s stora fasträntelån på 442 miljarder euro kommer att förfalla dagen efter direktionens penningpolitiska möte. Marknadens aktörer har visserligen haft gott om tid att förbereda sig för dessa förfall och både Riksbanken och ECB fortsätter att låna ut på kortare löptider, så det borde inte leda till några problem på marknaderna. Men med den allmänt förhöjda osäkerheten som nu råder så kan det inte uteslutas att spreadarna stiger något i samband med förfallen. Det utgör ytterligare ett skäl till varför Ekholm ansåg det vara klokt att hålla styrräntan oförändrad under den närmaste tiden.

För det tredje borde den ökade osäkerheten om utvecklingen i vår omvärld i kombination med att Finansinspektionen planerar att införa ett bolånetak ha en dämpande effekt på tillväxten i hushållskrediter och på huspriserna. Därför finns det enligt Ekholm just nu mindre anledning att använda räntan för att stävja en potentiellt ohållbar utveckling på bostadsmarknaden än vad som kanske tidigare varit fallet.

Ekholms uppfattning var sammantaget att det därför var bäst att låta reporäntan vara oförändrad på 0,25 procent. Hon ansåg dock att den starka återhämtningen i svensk ekonomi talar för att räntan höjs från denna nivå inom en nära framtid, så hon förordade inte en reporäntebana med en lång fortsatt period med denna låga ränta. Hon skulle föredra en reporäntebana med en höjning vid nästa möte i september. Det är framför allt den ökade osäkerhet som råder i och med de statsfinansiella problemen i euroområdet som gjorde att hon ville avvakta med att höja reporäntan. Det förhållandevis låga inflationstrycket gör det också möjligt att avvakta med räntehöjningar utan att bryta mot inflationsmålet.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att den svenska realekonomin har utvecklats väl hittills i år. BNP ökade kraftigt under första kvartalet, återhämtningen breddas och tudelningen i ekonomin har minskat något. Produktivitet, sysselsättningen och antalet arbetade timmar utvecklas positivt. En rad indikatorer pekar i samma riktning och tyder på en fortsatt god utveckling under andra kvartalet.

Resursutnyttjandet är fortfarande lågt men uppreviderat sedan prognosen i april och väntas stiga till normal nivå i slutet av prognosperioden. Ingves fortsatte med att påpeka att inflationstakten kan ses från olika håll. Inflationen mätt som KPIF har dämpats i linje med prognosen i den penningpolitiska uppdateringen i april. KPIF bedöms vara ungefär i linje med målet i slutet av prognosperioden, men lägre än målet under större delen av perioden.



Å andra sidan, mätt med KPI kommer inflationen att ligga över målet. I respektive fall är inflationen förhållandevis nära målet och prisökningstakten förefaller rätt stabil givet den förändring av penningpolitiken som föreslås.

Svensk ekonomi har samtidigt ett annat utgångsläge än de länder som har problem med statsfinanserna eller sina externa balanser. De svenska statsfinanserna är i bra skick och bytesbalansen visar stora överskott. Det finns ändå uppenbara risker relaterade till statsfinanserna i euroområdet.

De flesta tillfällen när problem uppstår i resten av världen tenderar kronan att försvagas. Det dämpar effekterna för Sverige av minskad efterfrågan från euroområdet. Till detta kommer att de länder i euroområdet som det främst handlar om, Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien, svarar för endast 7 procent av svensk export. Svensk banksektor är också i relativt bra skick. Det är först om krisen i dessa länder skulle ge allvarliga globala effekter som en svensk återhämtning skulle riskera att dämpas mer markant.

Ingves påminde också om läget för ett år sedan då ekonomin befann sig i en djup lågkonjunktur. Sedan dess har prognosen för BNP-tillväxten sammantaget för perioden 2009-2011 reviderats upp med 3 procentenheter, exporttillväxten har reviderats upp med 9 procentenheter för samma period medan prognosen för arbetslösheten under samma period har reviderats ned från i genomsnitt drygt 10 procent till under 9 procent. Prognosen för KPI-inflationen har inte ändrats mycket. Till detta kommer att budgetutvecklingen för den offentliga sektorn blivit betydligt bättre än förväntat. Synen på svensk ekonomin och vad som kan ske framöver är alltså ändrad. Ingves sammanfattade med att säga att den ekonomiska utvecklingen är sådan att han tyckte det var rimligt att börja höja reporäntan och han stödde förslaget i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Ingves poängterade att penningpolitiken i detta läge handlade om fyra saker. Den första var en höjning av den aktuella reporäntan; den andra var en anpassning av reporäntebanan som enligt förslaget är högre på kort sikt och lite lägre på längre sikt; den tredje var en höjning och breddning av räntekorridoren som ändrar in- och utlåningsvillkoren för bankerna i Riksbankens stående faciliteter; den fjärde var att ett fasträntelån på 100 miljarder kronor nu förfaller och ersätts med erbjudanden om lån på kortare löptider till rörlig ränta.

Dessa fyra åtgärder innebär tillsammans en normalisering av penningpolitiken, av hur Riksbanken utövar penningpolitik och så småningom av räntans nivå. Sammantaget innebär de en något mindre expansiv penningpolitik samtidigt som realräntan förblir låg. Det är en gradvis anpassning av penningpolitiken mot bakgrund av att inflationsförväntningarna är på väg upp och givet det allmänna efterfrågeläget i svensk ekonomi. Ingves avslutade med att säga att han stod bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid dagens möte.

Styrkan i den svenska återhämtningen, både registrerad och i mjuka data, är det främsta skälet till att penningpolitiken behöver läggas om. Samtidigt finns risker i Europa och den globala ekonomin. Men oaktat dessa risker bör ett beslut fattas nu samtidigt som det inte är säkert att det finns mer information tillgänglig om ytterligare ett kvartal. Nu är inte rätt tidpunkt att vänta och se.

Ingves menade vidare att en räntehöjning också var en signal om att undvika att nya finansiella obalanser byggs upp och att hushållens skuldsättning inte bör stiga alltför mycket.

Ingves poängterade att det var något han noterat vid flera tidigare tillfällen. En låg ränta alltför länge kan leda till ett bekymmersamt läge bortom prognoshorisonten på grund av kreditexpansionen. Det är visserligen svårt att mäta när huspriser och skuldsättningsgrad når alltför höga nivåer. Men det gör det inte mindre angeläget att ändå beakta dem i penningpolitiken. Med full vetskap är det oftast för sent att bromsa utvecklingen med stora samhällsekonomiska kostnader som följd. En räntehöjning idag är också i linje med förslaget från Finansinspektionen att begränsa belåningsgraden för hushållen. Det är ett steg i arbetet med att finna en lämplig kombination av penningpolitik och regleringar sådana att de finansiella riskerna inte blir för stora i framtiden. Det är ett skäl i sig att nu höja reporäntan.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att säga att i Sverige syns nu den breda uppgång som ännu kändes osäker vid det penningpolitiska mötet i april. Den förväntade tillväxten i BNP för 2010 är uppjusterad från 1,8 procent till 3,5 procent (kalenderkorrigerat). Hushållen är optimistiska och fortsätter att konsumera. Exporten har tagit fart, sysselsättningen ökar och arbetslösheten faller, allt något snabbare än vid bedömningen i april. Inom vissa områden syns enligt Konjunkturbarometern till och med en ökande brist på arbetskraft, även om kapacitetsutnyttjandet ännu överlag är lågt. Problemet med tudelningen av ekonomin, där den inhemska servicesektorn vuxit långt snabbare än industrisektorn, har minskat.

Trots den snabba tillväxten stiger inte inflationen nämnvärt under prognosperioden. Det hänger samman med förväntningar om begränsade löneökningar och stigande produktivitet, vilket ger låga öknings i arbetskostnaden per producerad enhet. Sådana prognoser är emellertid alltid svåra att göra, och Nyberg påpekade att man bör vara ödmjuk inför vad som kan hända vid en så kraftig vändning i ekonomin som den som nu sker. Det är inte orimligt att tänka sig att man inom många branscher känner ett tydligt behov av att öka priserna efter krisåren och att man kommer att göra det om efterfrågan medger. Nyberg menade därför att risken för en något högre inflation än den prognostiserade inte ska underskattas.

Det finns naturligtvis risker för att den positiva utvecklingen bryts, risker som inte var tydliga vid det penningpolitiska mötet i april och som i huvudsak har att göra med den statsfinansiella oron i Europa och de effekter den kan få på de finansiella marknadernas funktion och på tillväxten på Sveriges närmaste exportmarknader. Nybergs huvudscenario var, som tidigare framgått, i likhet med rapporten, att osäkerheten på marknaderna gradvis försvinner under året och att detta ger en ökad stabilitet också till konjunkturuppgången. Men risken för att något går snett i den processen är långt ifrån negligerbar. Dessutom kan större eller mindre bakslag komma i USA eller i Asien och sådana bakslag kan påverka både förtroendet på de finansiella marknaderna och Sveriges exportmöjligheter.

Nybergs samlade syn var dock att det är klokt att som förslaget höja räntan med en kvarts procentenhet vid dagens möte snarare än att vänta till i september. Nyberg tyckte också att Riksbanken ska indikera fortsatta räntehöjningar i överensstämmelse med den föreslagna räntebanan. Sveriges situation är en annan än den i de länder som måste hantera stora budgetunderskott eller stora bytesbalansunderskott. Skulle det av någon anledning ske händelser i omvärlden som ändrar förutsättningarna får direktionen på vanligt sätt ta hänsyn till det i kommande räntebeslut.

Reporäntan är ju inget mål i sig, den är ett medel för att uppnå inflationsmålet. Inte desto mindre ansåg Nyberg det positivt att nu kunna starta anpassningen till mer normala räntenivåer. Låga räntor under lång tid tenderar att bygga upp obalanser i ekonomin och leda till investeringar som inte är långsiktigt hållbara. En viktig orsak till den finansiella kris som vi just genomlevt, liksom till många andra finansiella kriser, var att lånat kapital under ett antal år var både lätt tillgängligt och lågt prissatt. Det ledde till ett risktagande som visade sig olyckligt. Det är i detta sammanhang som Riksbanken har anledning att uppmärksamma att de reala priserna på bostäder fortsatt att stiga i stort sett under hela krisen och i genomsnitt i Sverige ökat med 70 procent under det senaste decenniet. Det är också därför vi har anledning att uttrycka oro för att hushållens skulder i förhållande till deras disponibla inkomster ökat till närmare 170 procent, i storstäderna långt mer. Den utvecklingen kan inte fortgå för evigt och skulle den brytas tvärt kan det få betydande effekter för den reala ekonomin. Följderna av vad en sådan utveckling kan föra med sig finns beskrivet i en fördjupning i rapporten. Det var ju faktiskt ett förlopp av detta slag som inledde den amerikanska krisen. Nyberg menade att en anpassning till ett mer normalt ränteläge kan bidra till att minska sannolikheten för ett sådant förlopp.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** svarade på Wickman-Paraks inlägg om risker för inflation och arbetskraftbrist genom att framhålla att det verkar vara risker som borde bakas in i väntevärdesprognoserna för inflation och resursutnyttjande. Menade hon alltså att de olika prognoserna för inflation och arbetslöshet i utkastet till rapporten ligger fel?

Svensson frågade sig om det finns situationer när sämre uppfyllelse av inflationsmålet och/eller lägre stabilitet i resursutnyttjandet än vad som är möjligt kan accepteras. Han kunde i stort bara tänka sig situationer där man utesluter en reporäntebana som skulle vara bäst ur penningpolitiskt perspektiv därför att den skulle medföra ett hot mot den finansiella stabiliteten som inte kan hanteras med andra instrument, till exempel att reporäntan skulle bli för hög eller för låg för en bräcklig banksektor. Det är så han tolkar meningen "Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten" i den sjätte punkten i sammanfattningen av den penningpolitiska strategin. I alla händelser krävs det förstås att en sämre uppfyllelse av inflationsmålet och/eller sämre stabilitet i resursutnyttjandet noga motiveras och att för- och nackdelar noga övervägs. Nu kan han dock inte se att den lägre reporäntebanan skulle innebära något hot mot den finansiella stabiliteten.

Svensson påpekade att han med intresse noterat de argument hans kollegor använt för en höjning nu och mot en lägre reporäntebana. De tycks vara av tre slag.

Först lyfte Svensson fram vad som kan kallas "revideringsargumentet". Eftersom det ekonomiska läget för Sverige ser litet bättre ut nu än i april är det enligt det argumentet rimligt med en litet stramare penningpolitik än i april. Enligt hans mening verkar detta argument vara ett så kallat cirkelbevis, det vill säga det antar vad som skall bevisas. Det utgår nämligen från antagandet att penningpolitiken var rätt i april, utan att motivera detta antagande. Men samma kritik som han riktade mot huvudscenariot nu var ju giltig mot huvudscenariot i april. Istället bör enligt hans mening varje penningpolitiskt beslut kunna stå för sig själv och kunna motiveras oberoende av tidigare beslut.

Ett annat argument var vad som kan kallas "normaliseringsargumentet". Enligt detta skulle det vara bättre med en reporänta närmare en normal nivå även om det innebär att

inflationmålet uppfylls sämre och resursutnyttjandet blir ännu lägre än normalt. Han höll inte med om normaliseringsargumentet: Räntan och reporäntebanan har nämligen inget värde i sig, hävdade Svensson. De är inte målvariabler. "Normal ränta" är inget mål för penningpolitiken. Svensson menade att det varken i Riksbankslagen eller dess förarbeten finns något stöd för att hög eller låg ränta skulle vara ett skäl till att låta inflationmålet uppfyllas sämre eller att acceptera sämre stabilitet i resursutnyttjandet. Istället bör räntan i alla lägen sättas så att inflation och resursutnyttjande bäst stabiliseras, oavsett om det kräver en hög eller låg ränta, oavsett om det är kris eller inte.

Ett tredje argument var "obalansargumentet" eller mera konkret "bostadsprisargumentet": En högre reporänta minskar risken för ett framtida husprisfall och ett relaterat efterfrågebortfall. Han höll inte heller med om bostadsprisargumentet. Detta ledde honom in på en diskussion av rapportens fördjupning om effekter av ett fall i bostadspriserna.

Svensson påpekade att han i diskussionerna som föregått detta möte hade välkomnat en analys av bostadsprisernas roll i de penningpolitiska övervägandena men samtidigt hävdade att detta kräver mer tid och analys än vad som varit tillämpligt innan mötet. Analysen och slutsatserna skulle vinna på ytterligare behandling och en senare publicering. Svensson hade inte fått gehör för dessa synpunkter. Tyvärr hade fördjupningen om effekterna av ett fall i bostadspriserna enligt hans mening nu blivit missvisande och onödigt alarmistisk, av flera skäl. Han kunde inte se att det finns några indikationer på en risk för bostadsprisfall. Kopplingen till reporäntan lämnas underförstådd men är oklar. De realekonomiska konsekvenserna av ett bostadsprisfall är överdrivna. De penningpolitiska implikationerna är inte belysta. Att låg reporänta under längre tid kan eliminera även stora negativa effekter på aggregerad efterfrågan och resursutnyttjande framgår inte. En korrekt och balanserad analys skulle enligt Svensson framhålla att ett fall i bostadspriserna knappast skulle medföra några problem för penningpolitiken.

Det fanns enligt Svensson inte heller någon diskussion av någon koppling mellan reporäntan och risk och storlek för husprisfall. All forskning på området som han kände till, såväl teoretisk som empirisk och inklusive Walentin-Sellin-modellen (WS-modellen) som utnyttjas i fördjupningen, indikerar mycket små effekter av styrräntan på bostadspriser. Typiskt leder en sänkning av styrräntan med 1 procentenhet till en bostadsprisökning på 1-2 procent, en i sammanhanget obetydlig ökning. Det finns således ingen anledning att tro att en låg reporänta under några kvartal skulle signifikant påverka vare sig storlek eller sannolikhet för ett bostadsprisfall.

Svensson menade att WS-modellen är ett utmärkt bidrag till den ekonomiska forskningen. Men han ansåg att det finns anledning att ifrågasätta modellens lämplighet för att undersöka just effekten på konsumtionen av ett stort fall i bostadspriserna, givet modellens mycket orealistiska antaganden på för denna effekt avgörande punkter. Ett antaget fall på 20 procent i bostadspriser medför enligt WS-modellen vid oförändrad reporänta ett ganska stort fall i aggregerad efterfrågan. Detta beror på att 20 procent av alla hushåll i modellen har en bindande belåningsgrad på 85 procent och saknar övriga tillgångar. Vid till exempel ett husprisfall på 100 000 kronor måste de omedelbart amortera 85 procent, det vill säga 85 000 kronor. Då är det inte konstigt om deras konsumtion faller kraftigt, påpekade Svensson.

I verkligheten i Sverige är det bara drygt hälften av alla hushåll som äger sin bostad. Av dessa har inte alla bolån. Av dem som har bolån har bara 10 procent en belåningsgrad på minst 85 procent. Enligt mikrodata har många av dessa egen förmögenhet och höga inkomster och skulle inte behöva minska sin konsumtion mycket, eller inte alls, efter ett prisfall på 20 procent. Enligt stresstest i Finansinspektionens rapport från februari med analys av nya låntagare skulle vid ett prisfall på 20 procent bara 1,8 procent av de nya låntagarna få en belåningsgrad på över 100 procent och ett negativt överskott i en "kvar-att-leva-på-analys". I WS-modellen är det däremot 20 procent av hela befolkningen som befinner sig i den situationen och som dessutom måste göra en stor extraamortering. Om ett hushåll i Sverige får en alltför hög belåningsgrad kommer svenska bolåneinstitut inte att kräva motsvarande amortering av lånet så länge hushållet fortsätter att betala räntor och normala amorteringar. Svenska bolåneinstitut gör ju som bekant inte några förluster att tala om på bolån, eftersom lånen är personliga. Sammantaget ledde dessa omständigheter Svensson till slutsatsen att efterfrågefallet vid ett bostadsprisfall på 20 procent är överdrivet.

Svensson fortsatte med att framhålla att även om efterfrågefallet skulle bli så stort som antas i fördjupningen kan effekterna på BNP eller KPIF elimineras med en tillräckligt expansiv penningpolitik. Ett standardresultat i penningpolitisk analys är ju att en efterfrågechock inte leder till någon konflikt mellan att stabilisera inflation och resursutnyttjande. En tillräckligt expansiv penningpolitik kan i standardfallet eliminera den negativa effekten på både inflation och resursutnyttjande. I detta fall kan detta enligt Svensson åstadkommas genom att reporäntan hålls på en låg nivå, 25 punkter, under längre tid, utan att ens behöva sänkas till noll.

Svensson hänvisade till tabell R2 i fördjupningen som visar resultatet under antagande att Riksbanken vid ett husprisfall för en enligt honom mycket dålig penningpolitik. Det är enligt Svensson fullt möjligt att i det läget i stället föra en mycket bättre, mer expansiv penningpolitik, som neutraliserar fallet i KPIF eller fallet i BNP-gapet eller någorlunda neutraliserar båda samtidigt. Detta framgår i Svenssons tabell 1, som sammanfattar ytterligare beräkningar av avdelningen för penningpolitik och som han ansåg borde läggas till fördjupningen för att den skulle bli mer balanserad och korrekt. I likhet med fördjupningens tabell R2 visar den avvikelser från huvudscenariot. En bättre penningpolitik innebär att reporäntan hålls på en låg nivå under några fler kvartal.

I den övre delen av tabellen framgår att det är möjligt att stabilisera KPIF helt och hållet. Det kräver en låg ränta till och med december 2010. Med låg ränta några kvartal till går det, enligt Svensson, att stabilisera BNP-gapet, vilket visas i den nedre delen av tabellen. BNP faller under år 1 men detta fall tas tillbaka under år 2 och 3. Ökningen i arbetslösheten blir mycket mindre än med den penningpolitik som antas i rapportens fördjupning. Svensson påpekade att de beräkningar av avdelningen för penningpolitik som han visat är konservativa och utgår från att reporäntebanan inte är trovärdig. Om reporäntebanan antas vara trovärdig går det stabilisera både KPIF och resursutnyttjandet ännu bättre så att arbetslösheten ökar mycket litet eller inte alls.

Tabell 1. Bättre penningpolitik vid ett husprisfall

<b>Bättre penningpolitik vid husprisfall, årsgenomsnitt</b>			
Avvikelse i procentenheter			
<b>Neutraliserat fall i KPIF</b>			
	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>
<b>Reporänta</b>	-0.7	-0.6	-0.2
<b>KPIF</b>	0.0	0.0	0.0
<b>BNP-tillväxt</b>	-0.8	-0.3	0.3
<b>Arbetslöshet</b>	0.6	0.8	0.6
<b>Neutraliserat fall i BNP-gap</b>			
	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>
<b>Reporänta</b>	-0.9	-1.5	-0.3
<b>KPIF</b>	0.1	0.8	0.9
<b>BNP-tillväxt</b>	-0.7	0.4	0.3
<b>Arbetslöshet</b>	0.5	0.2	0.0
Källor: SCB och Riksbanken			

Svensson hävdade vidare att ovanstående omständigheter indikerar att ett husprisfall med åtföljande efterfrågebortfall inte behöver vara något problem för penningpolitiken. Det finns således ingen anledning till att det skall påverka dagens val mellan olika räntebanor. Enligt hans mening ger fördjupningen tvärtom, utan utförlig diskussion av dessa omständigheter, det missvisande intrycket att ett husprisfall skulle medföra betydande problem.

De penningpolitiska implikationerna i övrigt är inte tydliggjorda, menade Svensson. En positiv sannolikhet för en framtida lägre reporäntebana medför till exempel att nuvarande reporäntebana skiftar ned längre fram. Den är ju ett väntevärde. Men huvudprognosen för bostadspriserna i utkastet till penningpolitisk rapport är ju en måttlig ökning, så med det som väntevärdesriktig prognos innebär det ju att det finns en i stort sett lika stor sannolikhet för en bostadsprisökning med åtföljande efterfrågeökning som för ett husprisfall med åtföljande efterfrågefäll. Detta borde ha diskuterats i fördjupningen. Svensson framhöll att det finns fler saker att säga om de penningpolitiska implikationerna, men att han inte hann gå in på dessa här.

Slutligen ville Svensson notera att det brukar hävdas att effekter av bostadspriserna och andra tillgångspriserna i penningpolitiken är svåra att siffrasätta och ta hänsyn till i prognoserna för inflation och resursutnyttjandet. En rätt utförd analys enligt ovanstående diskussion är dock ett utmärkt exempel på motsatsen. Det är fullt möjligt att göra en analys av bostadsprisernas roll i penningpolitiken och kvantifiera effekten på inflation och resursutnyttjandet – och dra slutsatsen att bostadspriserna inte innebär något problem för penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** svarade att det var viktigt att det framgår att en räntehöjning idag inte har med finansiell stabilitet att göra. Han för sin del var inte orolig för det svenska banksystemet och trodde inte heller att hans kollegor var det. Men oavsett

modeller menade han att erfarenheterna från den svenska 1990-talskrisen och USA:s senaste kris visar att det inte är lätt att korrigera effekterna av kraftiga husprisfall i efterhand.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** påpekade att Svensson hävdar att måluppfyllelsen när det gäller inflationen blir bättre med den lägre räntebana som redovisas i kapitel 2, men att det är fel. Inflationsmålet är klart och tydligt definierat i termer av KPI och inflationen mätt med KPI kommer faktiskt längre från inflationsmålet på 2 procent med den lägre räntebanan. Det framgår av diagram 2:20 i utkastet till rapport, som Svensson inte tog med i uppräkningsdiagram som redovisar effekten av den lägre räntebanan. Nu kan Svensson naturligtvis hävda att det beror på att räntan höjs snabbare senare under perioden i alternativet med en lägre räntebana. Visst är det så, men det går inte att komma ifrån att måluppfyllelsen när det gäller inflationsmålet är sämre med den lägre räntebanan. För egen del såg Öberg inflationen mätt med KPIF som en indikation på det underliggande inflationstrycket. Inflationen mätt med KPIF ligger bara något under 2 procent under prognosperioden och är precis 2 procent i slutet av prognosperioden. Det var tillräckligt bra för Öberg.

Däremot hade Svensson rätt i att produktion och sysselsättning troligen skulle utvecklas bättre med en lägre ränta. Men det är en bedömningsfråga i vilken utsträckning man bör stödja produktion och sysselsättning. Med de mycket låga räntor som vi räknar med trots att vi nu börjar höja reporäntan stödjer vi produktion och sysselsättning, menade Öberg. Hur långt man bör gå i stödet behöver avvägas mot andra aspekter, till exempel de negativa effekter av långa perioder med låga räntor som Nyberg nyss utvecklade. Öberg tyckte att Svensson gick för långt när han hävdade att "husprisfall är inget problem för penningpolitiken". Öberg framhöll vidare att det är svårt att mäta resursutnyttjandet. BNP-gap som mäts i realtid är mycket osäkra i slutet av den period det finns data för och därmed även för prognosperioden. Arbetslösheten är inte behäftad med lika stora mätproblem som BNP, men vad som är en långsiktigt hållbar nivå är svårare att uppskatta. Förhoppningsvis kan det så småningom utvecklas mer robusta mått på resursutnyttjande.

Öberg kommenterade också Svenssons resonemang om att det är ett cirkelbevis att hänvisa till förändringar i prognoserna sedan mötet i april eftersom Svensson tycker att beslutet i april var felaktigt. Men för Öberg som stod bakom beslutet i april och tycker att det var rätt beslut är det naturligt att också ta hänsyn till förändringarna sedan dess.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att Svensson gav en onödigt negativ bild av fördjupningen om huspriser. Den modell som används utgår förvisso från förenklade antaganden men det gör även andra modeller. Samtidigt är det en modell baserad på svenska data. Fördjupningen i sig säger inget om sambandet mellan räntan och huspriser. Det är svårt att skatta detta bland annat för att det kan finnas icke-linjära effekter. Det finns bara ett begränsat antal observationer när det gäller stora husprisfall och vi har ingen tidigare erfarenhet av situationer där räntan hålls nära noll under lång tid. Att penningpolitiken kan motverka de negativa effekterna på ekonomin som uppstår vid fallande bostadspriser stämmer kanske som Svensson säger om räntebanan annonseras och blir trovärdig samt att räntan hålls nära noll under lång tid. Men frågan är om det är trovärdigt att Riksbanken ska hålla en så låg ränta under flera år. Alla erfarenheter talar för att husprisfall leder till kraftigt negativa effekter på ekonomin. Ekholm menade att det lät på

Svensson som att det beror på en dåligt utformad penningpolitik i dessa länder, men ansåg själv att det kunde bero på att penningpolitiken inte räcker till i sådana situationer.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** invände och upprepade att beräkningarna i hans tabell 1 var gjorda under det konservativa antagandet om att den låga reporäntebanan inte var trovärdig utan kom som en överraskning. Ändå lyckas penningpolitiken neutralisera effekten på KPIF-inflationen eller BNP-gapet.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** förtydligade som svar på Svenssons tidigare kommentar att hon i sin diskussion om risker velat förklara en del av de avvägningar av risker som hon gjort och som inverkat på hennes val av huvudscenariots räntebana framför alternativscenariots lägre bana.

Apropå fördjupningen om bostadspriser menade Wickman-Parak att direktionen diskuterat detta tidigare och att hennes syn var att den hade sin plats i rapporten. Den utgör ett räkneexempel och gör inte anspråk på att vara en slutgiltig och fullödlig analys. Men det är också så att om man uppfattar ett problem så kan man inte skjuta ifrån sig det med hänvisning till att analysen inte hunnit förfinas och att man därför överhuvudtaget inte kan ha någon uppfattning i frågan. Wickman-Parak fortsatte med att säga att hon själv i sitt inlägg tagit upp hushållens upplåning som en riskfaktor på längre sikt. Det kan bli så om upplåningen fortsätter i snabb takt så att hushållens ackumulerade skulder är ännu större när räntan väl börjar höjas. Då påverkas hushållens kassaflöde, vilket kan tvinga dem att drastiskt dra ner konsumtionen. Det kan ske oberoende av hur huspriserna utvecklas men situationen kan förvärras om huspriserna samtidigt faller. Att då försöka neutralisera efterfrågeeffekten via räntepolitiken har inte visat sig vara lätt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** framförde att skriften "Penningpolitiken i Sverige" sammanfattar de allmänna principerna för Riksbankens penningpolitiska strategi och att det var upp till var och en av de sex direktionsledamöterna att tolka hur dessa principer omsätts i faktiska räntebeslut. Hans åsikt var att direktionsmedlemmarnas agerande med bred marginal rymdes inom det som står i skriften. När det gäller huspriser ansåg han att det var bra att det tagits ett steg till och att det nu är möjligt att göra kalkylexempel. Samtidigt finns förstås mycket arbete kvar att göra och man ska inte fastna vid en enskild studie eller i det här fallet en fördjupning som ett typexempel. Oavsett modell menade Ingves att det utifrån hans praktiska erfarenheter var bättre att sträva efter att undvika problem istället för att låta något ske och sedan städa upp efteråt med hjälp av penningpolitiken.

Erfarenheter från omvärlden visar att det kan vara problematiskt att återhämta sig efter finansiella kriser. Ingves avslutade med att säga att han inte ansåg det vara så enkelt att man kan hantera allt med penningpolitiken ex-post.

Därefter sammanfattade Ingves den penningpolitiska diskussionen. Svensk ekonomi utvecklas starkt efter den djupa nedgången. Återhämtningen i världsekonomin fortsätter. Handeln mellan länder ökar och det gynnar svensk export och svenska investeringar. Hushållen har blivit allt mer optimistiska och konsumtionen stiger. Efter det kraftiga fallet i BNP sker nu återhämtningen i svensk ekonomi på bred front och sysselsättningen ökar stadigt, även om arbetslösheten fortfarande är hög. Inflationstrycket är i dagsläget lågt, men bedöms stiga i takt med att konjunkturen stärks. För att klara inflationsmålet på 2 procent och få en stabil utveckling i den reala ekonomin behöver räntan nu successivt börja höjas mot mer normala nivåer. Den osäkra statsfinansiella situationen i vår omvärld medför



samtidigt att många länder behöver genomföra stora finanspolitiska åtstramningar för att komma till rätta med sina budgetunderskott. Dessa åtstramningar väntas dämpa BNP-tillväxten i euroområdet, vilket även håller tillbaka utvecklingen i BNP och inflation i Sverige på längre sikt. Det bidrar till att räntan på längre sikt inte behöver höjas lika mycket som i tidigare bedömning.

## § 4. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden konstaterade att det förelåg förslag att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och förslag om att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Ordföranden konstaterade att det förelåg ett förslag gällande den så kallade räntekorridoren, nämligen att återställa skillnaden mellan reporäntan och räntorna i de stående faciliteterna till den nivå som gällde före den 22 april 2009.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 7 juli 2010,
- att återställa skillnaden mellan reporäntan och räntorna i de stående faciliteterna till den nivå som gällde före den 22 april 2009, vilket innebär att inlåningsräntan blir reporäntan minus 0,75 procentenheter och utlåningsräntan reporäntan plus 0,75 procentenheter,
- att utlåningsräntan höjs till 1,25 procent medan inlåningsräntan lämnas oförändrad på -0,25 procent med tillämpning från och med den 7 juli 2010,
- att torsdagen den 1 juli kl 9:30 offentliggöra den penningpolitiska rapporten och övriga beslut med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 15 juli 2010 kl 9:30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att höja räntan med hänvisning till den ökade osäkerhet som råder i och med de statsfinansiella problemen i euroområdet. Det förhållandevis låga inflationstrycket gör det enligt Ekholm möjligt att avvakta med räntehöjningar utan att bryta mot inflationsmålet. Hon förordade en reporäntebana med en oförändrad ränta på 0,25 procent fram till september och därefter successiva höjningar enligt den profil som presenteras i den penningpolitiska rapporten.

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 räntebana ger enligt Lars E.O. Svensson ett bättre utfall för både resursutnyttjande och inflation, med både lägre arbetslöshet och en KPIF-inflation närmare målet.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.



Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg