



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 4

DATUM: 2009-09-02

MÖTESTID: 09.00

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

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

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

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

Sigvard Ahlzén  
Claes Berg  
Heidi Elmér  
Eric Frieberg  
Jesper Hansson  
Mia Holmfeldt (§1-3)  
Ann-Christine Högberg  
Andreas Johnson  
Anna Lidberg (§1-3)  
Tomas Lundberg  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Bengt Pettersson  
Olof Sandstedt (§1-3)  
Anders Vredin

### § 1. Den ekonomiska utvecklingen

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

Mia Holmfeldt från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten. Det finns tecken på fortsatt förbättring av situationen på de finansiella marknaderna. Riskaptiten bland investerare har ökat och efterfrågan på statspapper har minskat. Bedömningen av riskerna för högvakastande bolag har reviderats ned. Den så kallade 3-månaders basis-spreaden, som är ett flitigt använt mått på marknadens värdering av kredit- och likviditetsrisker, har fortsatt

att sjunka i omvärlden och ligger nu under de nivåer som gällde innan den mest akuta krisen började i september förra året. Möjligheterna för företag att finansiera sig på kapitalmarknaden har förbättrats. Men det finansiella systemet är fortfarande beroende av den likviditet som centralbanker erbjuder. I Sverige upplever de svenska bankerna att upplåning med säkerställda obligationer fungerar bra men alltjämt är dyrare än innan krisen. De så kallade CDS-premierna har sjunkit betydligt för svenska banker jämfört med situationen i juli.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan mötet i den interna beredningsgruppen den 25 augusti. Den svenska kronan har försvagats något och börserna sjunkit globalt bland annat till följd av osäkerhet om återhämtningen i Asien. Både statspappersräntor och interbankräntor har sjunkit. Såväl prissättningen av finansiella instrument som enkäter till marknadsaktörer tyder på att reporäntan förväntas ligga kvar på 0,25 procent vid dagens möte. Vad gäller räntebanan är uppfattningarna olika. Vissa bedömare tror på en oförändrad bana, andra på tidigare höjningar än vad som prognostiserades i juli och andra på senare höjningar. Prissättningen tyder på att förväntningarna om tidigare höjningar dominerar. Marknaden bedömer att det är sannolikt att Riksbanken kommer att erbjuda ny utlåning till fast ränta.

Jesper Hansson, avdelningen för penningpolitik, presenterade en sammanfattning av underlaget till direktionens diskussion. Han konstaterade att det finns tydligare tecken än vid det penningpolitiska mötet i juli på en vändning uppåt i världsekonomin och i Sverige. BNP-utfallen för det andra kvartalet i år tyder på detta. Förtroendeindikatorerna har stigit snabbt och optimismen har återvänt på finansmarknaderna. Man ska dock komma ihåg att återhämtningen sker från en låg nivå och att ett stigande förtroende inte automatiskt innebär att arbetslösheten snabbt sjunker och resursutnyttjandet ökar. Inte förrän år 2012 förväntas produktionen komma upp till den nivå den befann sig på innan krisen bröt ut. Den svenska kronan har stärkts snabbare än väntat. Detta bidrar till att prognosen för den underliggande inflationen i termer av KPIF har reviderats ned något för 2010 och 2011. Förutsättningarna för tillväxten är sammantaget desamma som de var i samband med mötet i den interna beredningsgruppen den 25 augusti, även om en del ytterligare information inkommit sedan dess. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer steg i augusti, medan inköpschefsindex sjönk något. Detaljhandelsförsäljningen steg i juli och exporten har slutat falla de senaste månaderna. Bostadspriserna vände upp i USA i juni. Inköpschefsindex och kommissionens konjunkturbarometer steg i augusti i euroområdet. Slutligen påpekade Jesper Hansson att prognoserna i utkastet till penningpolitisk uppföljning bygger på antagandet att Riksbanken lånar ut ytterligare 100 miljarder kronor till fast ränta på tolv månader. Det bör bidra till fortsatt låga räntor på lån till företag och hushåll.

## § 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att påtala att sedan det senaste penningpolitiska mötet i början av juli har läget på de internationella kreditmarknaderna fortsatt att förbättras i snabb takt. Investerares vilja att ta en något högre kreditrisk, under förutsättning att de kan få en rimlig kompensation för detta, har ökat betydligt. Fler och fler låntagare har kunnat få tillgång till finansiering på kreditmarknaderna i USA och Europa, även de med något sämre kreditvärdighet. Marknaderna för efterställda lån har öppnat igen, liksom marknaden för kommunlån i USA. Samtidigt har löptiderna kunnat förlängas

och kostnaden för låntagarna gått ner, det vill säga kreditspreadarna har fallit. Detta är inte en återgång till normala förhållanden, men det är en god bit på väg.

Även om kreditmarknaderna fungerar bättre återstår stora kreditförluster i många bankers balansräkningar. Och nya tillkommer när allt fler kunder drabbas av lågkonjunkturen och får betalningssvårigheter. Förtroendet för bankerna är fortfarande inte återställt. På kreditmarknaderna får bankerna ibland betala mer för sin upplåning än de stora icke-finansiella företag som normalt är deras kunder. Nyberg framhöll att många banker på privat väg eller med statlig hjälp har kunnat skaffa nytt riskkapital. Men det gäller inte alla. I ett antal länder har bankerna fortfarande brist på eget kapital.

Nyberg menade att nyheterna om den reala utvecklingen i världen under sommaren också har varit övervägande positiva. De kraftiga finans- och penningpolitiska stimulanserna förefaller att ha fyllt sin funktion. BNP i Asien har hämtat sig långt snabbare än förväntat. Även för euroområdet överraskade BNP-siffrorna för det andra kvartalet positivt. I USA förefaller det som om fastighetsmarknaden äntligen vänt uppåt. Förtroendet bland företagen i termer av inköpschefsindex har förbättrats betydligt. Börserna har stigit. Nyberg framhöll att de flesta bedömare förefaller överens om att botten är nådd, även om man är oenig om hur snabb uppgången kommer att bli.

Nu kan man aldrig utesluta att utvecklingen vänder igen och vi får en ny nedgång innan den verkliga uppgången kommer. All optimism kan vara förhastad, inte minst börsernas. Uppgången kan ta längre tid än förväntat, särskilt som det finns många hål i banksystemen att fylla. Flera länder, inte minst de baltiska och östeuropeiska, har dessutom olika strukturella problem i den offentliga och den finansiella sektorn att hantera. Och krisen är inte över bara för att uppgången har inletts.

Nyberg påtalade dock att det också finns argument för att uppgången faktiskt kan bli en aning snabbare än man tidigare trott. Världen har ju aldrig i modern tid upplevt att likviditeten i bankmarknaden och kapaciteten att ge krediter försvunnit så snabbt som efter konkursen i Lehman Brothers i september förra året. Under sista kvartalet 2008 och första kvartalet 2009 föll världshandeln med i runda tal 20 procent. Det är inte orimligt att tillgången på krediter kan ha haft ett väsentligt inflytande på den utvecklingen. En ruta i den senaste OECD-rapporten "Economic Outlook" från juni i år argumenterar i denna riktning. Nyberg menade att så vitt han kände till så fångas tillgången på krediter inte på ett tillfredsställande sätt i några av de makromodeller som ekonomer idag använder. Den finansiella kollapsen och den efterföljande starka oviljan att ta finansiell risk kan sålunda, mer än vi och andra tidigare bedömt, ha medverkat till att konjunkturnedgången blivit så snabb och så djup.

Om detta stämmer kan mekanismen naturligtvis också verka åt andra hållet. Kreditmarknaderna, och här och var också bankerna, förefaller att tillfriskna lite snabbare än förväntat. Det beror mycket på de unikt kraftiga insatser som gjorts av centralbanker runt om i världen. Den förbättrade situationen på de finansiella marknaderna och den snabbt växande tillgången på krediter kan också medverka till att den reala ekonomin växer lite fortare än vi tidigare bedömt. När till exempel handelskrediter och rörelsekrediter till företag åter börjar bli tillgängliga, så kan handel och produktion åter komma igång. Den oväntat snabba vändningen uppåt i Asien kan delvis ha denna bakgrund. Nyberg framhöll att

Riksbanken i sina prognoser kan ha underskattat tillväxten framöver både i världshandeln och i den reala ekonomin.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** betonade två saker. Den första är de tydliga tecken som nu finns på att nedgången i ekonomin har dämpats. Utsikterna för att de för Sverige viktiga västeuropeiska ekonomierna och USA ska börja växa igen mot slutet av året ser nu betydligt ljusare ut än vid förra mötet. Den andra är en stor osäkerhet kring hur kraftfull och stabil en återhämtning blir. Att det skett en tydlig förbättring av läget på de finansiella marknaderna är positivt och minskar risken för allvarliga bakslag. Å andra sidan är läget inte helt normaliserat på dessa marknader. Centralbankerna runt om i världen ligger kvar med olika åtgärder för att hjälpa bankerna att finansiera sig. De kraftiga finanspolitiska stimulanser som finns i alla stora ekonomier har med all sannolikhet stor del i den senaste tidens uppbromsning av fallet i BNP. Men den snabba ökningen av statskulder som detta ger upphov till kan samtidigt skapa oro hos hushållen och därmed riskerar återhämtningen att komma av sig. Man kan alltså sammanfatta konjunkturutsikterna med att de är ljusare, men att osäkerheten är fortsatt stor.

Ekholm anknöt vidare till diskussioner vid tidigare möten om en jämförelse mellan utvecklingen under dagens kris och den stora depressionen under 1930-talet. Forskarna Barry Eichengreen och Kevin O'Rourke har i en uppmärksammat artikel tidigare visat att industriproduktion, börskurser, handel med mera haft en skrämmande likartad utveckling under denna kris som under den stora depressionen. Men i början av september visade de i en uppdatering att industriproduktionen för världen totalt sett nu enligt deras beräkningar faktiskt har vänt uppåt och därmed uppvisar en klart annorlunda utveckling än under 30-talsdepressionen, då den fortsatte att falla under tre år. Ekholm framhöll att detta stärker bilden av att risken för att denna lågkonjunktur blir extremt långvarig har minskat.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förklarade att han delar den syn på utvecklingen i omvärlden som finns i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Även om läget i världsekonomin förbättrats något sedan i juli är det viktigt att inte dra för stora växlar på de positiva tecken som finns. Det är viktigt att penning- och finanspolitik fortsätter att vara expansiv. Riskerna med att avbryta den expansiva politiken för tidigt är mycket större än riskerna med att den fortsätter för länge. Det gäller att inte upprepa de klassiska policymisstag som USA 1936 och Japan 1996 bedöms vara.

Riksbankschef **Stefan Ingves** påtalade att sedan det förra penningpolitiska mötet har det kommit fler tecken som tyder på att den kraftiga nedgången i den internationella konjunkturen har bottenat. Den finansiella krisen är inte över men de åtgärder som vidtagits har börjat ge resultat. Mycket låga styrräntor och finanspolitiska stimulanser har lagt grunden för en återhämtning i flera länder. Lägre räntespreadar och riskpremier på finansiella instrument tyder på minskad osäkerhet i den finansiella sektorn, vilket också är en förutsättning för att den reala ekonomin kan börja återhämta sig. Företagens och hushållens finansieringsmöjligheter har förbättrats. Aktiekurserna har stigit markant sedan i våras, vilket bidragit till att nedpressade förmögenhetsvärden börjat återställas.

Dessutom tycks den dramatiska nedgången i världshandeln nu ha bottenat. Dels har penning- och finanspolitiska stimulanser i flera länder bidragit till att stimulera importen från andra länder. Dels har centralbankernas utlåning av dollar reducerat de finansieringsproblem som hållit tillbaka handeln under krisen. Å andra sidan så är ännu inte alla problem lösta

vare sig när det gäller konjunkturen eller läget i den finansiella sektorn. Ingves menade att vi nu går från ett läge med akut krishantering till hantering av dåliga lån och återuppbyggnad av balansräkningar. Det är en process som kräver sin tid även om den sannolikt inte innehåller samma dramatik som under det senaste året. Det här betyder att även om marknaderna fungerar bättre kommer den finansiella sektorn fortsättningsvis att ha svårt att kraftfullt bidra till att återställa tillväxten. Vi kan heller inte ropa faran över för den ekonomiska situationen i Baltikum med risk för negativa spridningseffekter på den svenska finansiella sektorn.

Mest tydlig är återhämtningen i Asien. I euroområdet ser produktionen ut att bli något högre än vi räknade med i juli, även om fallet i BNP i år blir stort och tillväxten nästa år förhållandevis svag.

I USA var hushållens sparande mycket lågt när krisen började. En anpassning har inletts och sparandet som andel av de disponibla inkomsterna har ökat. Ingves menade att även om prognosen för BNP-utvecklingen har reviderats upp sedan det senaste penningpolitiska mötet så bidrar anpassningsbehovet till en dämpad återhämtning. Allt kan inte och bör inte heller återgå till det tidigare läget. Det som sker i USA är en del av korrigeringen av de internationella obalanserna med en omfördelning av efterfrågan i världen. Detta är en viktig faktor för den öppna svenska ekonomin som påverkas mycket av de globala handelsströmmarna.

Ingves ställde sig bakom huvudscenariot i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Det finns dock både en möjlighet att utvecklingen blir bättre än den förväntade och en risk för att den blir sämre.

I samband med finanskrisen har ett antal finansiella och reala förstärkningsmekanismer bidragit till en djup globalt synkroniserad realekonomisk nedgång. Men sedan det förra penningpolitiska mötet har det i stället funnits tendenser till en positiv så kallad feedback-loop mellan bättre finansiella data, framtidsförtroende och realekonomiska indikatorer. Ingves menade att det skulle kunna tala för en snabbare återhämtning. Men å andra sidan brukar återhämtningen efter stora obalanser och finansiella kriser ta längre tid än efter en vanlig lågkonjunktur. Aktiekurser är volatila och uppgångar kan ibland ge felaktiga signaler eftersom de inte alltid är uthålliga. Bostadspriserna brukar dessutom i genomsnitt vara dämpade längre än aktiepriserna. Arbetslösheten brukar ligga kvar på höga nivåer längre än dämpningen i BNP. Till detta kommer risker förknippade med att finanspolitiska stimulanspaket inte är och inte kan vara permanenta. När de upphör finns risken att återhämtningen tappar fart. Och om stimulanspaketet varar för länge finns risken att ohållbart stora budgetunderskott och skulder i den offentliga sektorn håller tillbaka utvecklingen i den övriga ekonomin. Om hushållen upplever budgetunderskottet som ohållbart kan de förvänta sig stigande skatter framöver för att rätta till detta, vilket kan dämpa dagens konsumtion.

Det ser ut som om det nu sker en gynnsam så kallad v-formad återhämtning i världsekonomin. Det finns dock risk för att tillväxten ändå blir relativt svag vilket naturligtvis påverkar förutsättningarna för penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att hänvisa till tidigare inlägg av Karolina Ekholm och Stefan Ingves om ekonomiskpolitisk stimulans och de globala obalanserna. Under tidigare penningpolitiska möten har direktionen diskuterat effekterna av

de finanspolitiska åtgärder som vidtagits i omvärlden. Den präglades av osäkerhet om effekterna av dessa åtgärder. Nu kan vi känna oss mer säkra över att de verkar ha haft positiv effekt och det ska vi vara glada för. Vad gäller de globala obalanserna så har den korrigering som behövs redan påbörjats. Importen i USA, som haft ett betydande bytesbalansunderskott, har de senaste åren fallit mer än exporten. Samtidigt ser vi tecken på att bytesbalansöverskotten minskat i viktiga länder. I Kina synes tillväxten allt mer drivas av den inhemska efterfrågan. Dessa faktorer bidrar till att de globala obalanserna minskar och den processen behöver fortsätta framöver.

Wickman-Parak fortsatte med att mer specifikt kommentera den aktuella ekonomiska situationen. Krisens kännetecken har varit en betydande kollaps i förtroendet och ledamotens syn, är och har varit, att man inte ska underskatta effekterna av att förtroendet återkommer. Som Lars Nyberg beskrivit har situationen på finansmarknaderna fortsatt att förbättras och att förtroendet hos ekonomins aktörer stärkts ordentligt kan inte undgå någon.

Ledamoten påminde om att hon vid de senaste penningpolitiska mötena varit ganska utförlig med vilken statistik och vilka indikatorer på det internationella planet som hon fäst störst avseende vid och varför. Det har bland annat handlat om krisens källa, nämligen bostadsmarknaden i USA och det är viktigt att poängtera att en vändning där nu är på gång. Wickman-Paraks bedömning är att bostadsinvesteringarna vänder upp inom något kvartal och börjar ge positiva bidrag till tillväxten efter att tidigare ha bidragit starkt negativt. Ledamoten påtalade att hon tidigare också har understrukt vikten av den cykliska uppgång i produktionen som följer när lageranpassningen är avslutad. Wickman-Parak konstaterade att de positiva tecken som syntes i somras avtecknar sig än tydligare nu. Angående de finanspolitiska stimulansåtgärderna upprepade hon åter det hon anförde i juli; storleken på dessa åtgärder i USA är större nästa år än i år och i euroområdet beräknas de ha ungefär samma omfattning nästa år som i år. Det är viktigt i det prognosperspektiv som dagens penningpolitiska beslut omfattar. Men i ett lite längre perspektiv är det, som kollegor redan tidigare påpekat, en annan sak när regeringar ska komma till rätta med stora budgetunderskott.

Ibland framförs synpunkten att det egentligen inte hänt så mycket i ekonomin, att det bara är förtroendeindikatorerna som vänt uppåt och att mycket lite syns i "hårddata". Det är korrekt men det är också så att en kommande uppgång i hårddata först syns i förtroendeindikatorerna påpekade Wickman-Parak. Denna gång är indikatorerna dessutom extra viktiga att följa eftersom krisen just karakteriserats av en kollaps i förtroendet. Men vi börjar också se tecken på positiva förändringar i vissa utfallsdata. I några viktiga länder som Tyskland och Frankrike steg BNP försiktigt andra kvartalet och i ett antal asiatiska länder var uppgången betydande. Ett annat viktigt exempel på hårddata som vänt uppåt är att världshandeln slutat falla och försiktigt vänt uppåt. Wickman-Parak påtalade att hon skulle kunna nämna fler exempel men valde att inte ta upp mer tid till detta nu.

Samtidigt som allt fler positiva tecken finns i den globala ekonomin så bör det nämnas att det finns krafter som verkar återhållande på styrkan i uppgången. När kreditgivningen dämpades fick det betydande negativa effekter på efterfrågan med stora fall i produktionen som följd. Det har lämnat efter sig ett i utgångsläget mycket lågt resursutnyttjande. Det innebär att det kommer att ta längre tid än vanligt i en uppgångsfas för investeringarna att ta ordentlig fart. Det finns också en annan faktor som gör att det inte kan förväntas en

snabb återgång till den starka tillväxttakt som rådde före krisen. Det är knappast troligt att det uppstår en starkt kreditledd efterfrågetillväxt. Bankernas vilja och förmåga att ge krediter kommer inte att vara densamma och viljan att ta lån bland till exempel hushållen i länder där de har stor skuldsättning kommer förmodligen att vara mer återhållen.

Ledamoten påtalade att hennes sammantagna bedömning vid det förra penningpolitiska mötet var att den internationella tillväxtprognosen i huvudscenariot var i underkant. Visserligen har den internationella prognosen reviderats upp men hennes bedömning är att tillväxten i omvärlden ändå blir något starkare än prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Wickman-Parak avslutade sitt inlägg med att konstatera att alla bedömare, oavsett hur sofistikerade modeller och andra analysverktyg de haft till sitt förfogande, har haft svårt att under finanskrisens gång fånga dess effekter på den reala ekonomin. När krisen nu lättar sitt grepp är det lätt hänt att effekterna på den reala ekonomin återigen underskattas.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i den bild av den internationella ekonomiska utvecklingen som redovisas i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Det är rimligt att revidera upp prognoserna för BNP-tillväxten i världen. Utvecklingen i både USA och Europa blev något starkare andra kvartalet i år än vi räknade med vid det förra penningpolitiska mötet och utvecklingen i Asien har varit överraskande stark.

Öberg höll med tidigare inlägg från Barbro Wickman-Parak och Lars Nyberg om att det är möjligt att uppgången blir snabbare än vad prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen visar. Men det finns också risker på nedsidan.

Historiska erfarenheter visar att uppgången efter en finanskris brukar bli långsam och utdragen. Det finns flera skäl till det. Bankerna brukar dra ned sina balansräkningar och stärka sina kapitalbaser efter en finanskris. Det kan leda till att utlåningen dämpas i större utsträckning än efterfrågan på krediter, trots de åtgärder som centralbanker och regeringar vidtar. Denna process förstärks av konkurser och kreditförluster.

Den offentliga sektorns skatteintäkter faller i samband med lågkonjunkturen. Underskotten i de offentliga finanserna och statsskulderna kommer att stiga påtagligt i USA, Europa och andra delar av världen. Denna utveckling förstärks dels av att både nivån och tillväxten i potentiell BNP faller med en negativ effekt på skatteintäkterna som följd, dels av att finanspolitiken är expansiv på grund av lågkonjunkturen. Förr eller senare kommer det att leda till skattehöjningar och utgiftsneddragningar, som dessutom kommer att ske mer eller mindre samtidigt i flera länder.

Centralbankerna understödjer nu både konjunkturen och banksektorn med låga räntor och åtgärder för att bevara den finansiella stabiliteten. Förr eller senare kommer räntorna att höjas och stödåtgärderna att avvecklas.

Hushållen, särskilt i USA men också i en del andra länder, har i samband med det låga ränteläget och de stigande fastighetspriserna före finanskrisen konsumerat över sina långsiktiga möjligheter. De behöver nu öka sitt sparande, vilket dämpar den privata konsumtionen. Denna utveckling förstärks av att sysselsättningen minskar och att arbetslösheten ökar och också av att räntorna kommer att stiga och av att finanspolitiken kommer att stramas åt. Investeringarna hålls ned av svag efterfrågan och ett mycket lågt kapacitetsutnyttjande.

Det finns en risk för att vi inte har tagit hänsyn fullt ut till dessa mekanismer, att det kommer bakslag som det gjorde på 1990-talet och att utvecklingen blir svagare än vi räknar med. Sammantaget bedömde dock Öberg riskerna som balanserade.

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

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde diskussionen och framhöll att hans bedömning var att reporäntan behöver vara låg en lång tid och att han därför stödde förslaget att behålla räntan på dagens låga nivå och räntebanan i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Öberg fortsatte med att framföra fyra kommentarer om penningpolitiken.

Jämfört med de prognoser som gjordes i den penningpolitiska rapporten i juli har BNP-tillväxten i Sverige reviderats upp något. Men samtidigt har inflationen reviderats ner något. Öberg menade att dessa båda förändringar i stort sett tar ut varandra när det gäller konsekvenserna för penningpolitiken och att detta talar för att reporäntebanan lämnas oförändrad.

Att räntan behöver vara låg en längre tid beror på att resursutnyttjandet är mycket lågt och att inflationstrycket förväntas bli lågt. Det finns olika sätt att mäta resursutnyttjandet men hur man än mäter måste man konstatera att det är mycket lågt för närvarande och att det troligen kommer att förbli lågt under en längre tid framöver. Bottenläget för arbetsmarknaden nås troligen inte förrän kring årsskiftet 2010/2011. Inflationstrycket förväntas också bli lågt de närmaste åren. Den underliggande inflationen mätt som KPIF exklusive energi ligger nu över 2 procent trots den svaga reala utvecklingen. Det beror främst på att arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat snabbt tre år i rad och att kronan har försvagats jämfört med för ett år sedan. Dessa faktorer kommer troligen att förbytas i sin motsats de kommande åren och hålla ned inflationen.

Öberg framhöll vidare att den viktiga frågan framöver kommer att bli när Riksbanken måste börja höja räntan och avveckla stödåtgärderna. På sikt måste reporäntan höjas. Det gäller att inte börja höja för tidigt, men inte heller för sent. Öberg menade att frågan om exitstrategi bör tas upp i den penningpolitiska rapporten i oktober. Detta är inte omedelbart förestående, men det är önskvärt att Riksbanken är tydlig med hur man ser på denna fråga i god tid innan det blir aktuellt.

Öberg menade också att det är motiverat att låna ut ytterligare 100 miljarder kronor på tolv månader till fast ränta. Erfarenheterna av den utlåning som genomfördes i juli tyder visserligen på att den hade små effekter på marknadens förväntade reporäntebana. Men samtidigt har lånet bidragit till lägre finansieringskostnader för bankerna och troligen även bidragit till något lägre räntor för företag och hushåll.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** framhöll att penningpolitiken ju syftar till att stabilisera både inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Det gäller att hitta en reporäntebana som ger en väl avvägd penningpolitik. Om det finns en



konflikt mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera resursutnyttjandet så innebär en väl avvägd penningpolitik en rimlig kompromiss mellan stabilitet i inflationen och i resursutnyttjandet. Om det inte finns någon sådan konflikt är det mycket enklare. Då gäller det bara att hitta en räntebana som bäst stabiliserar inflationen och resursutnyttjandet. Svensson menade att man i nuvarande läge faktiskt kan hävda att det inte finns någon konflikt, att stabilitet i inflationen inte är något problem, och att penningpolitiken därför nu kan fokusera på att bäst stabilisera resursutnyttjandet. Svensson underströk att resursutnyttjandet stabiliseras bäst av en reporäntebana som ligger lägre än den i huvudscenariot i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

I detta fall har vi ett huvudscenario i utkastet till penningpolitisk uppföljning med en reporäntebana som överensstämmer med huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten från juli, det vill säga med en reporänta på 0,25 procent till hösten 2010. Det ger en prognos för inflationen mätt med KPIF som ligger en aning lågt under prognosperioden och en prognos för resursutnyttjandet som ligger mycket lågt och förblir låg under hela prognosperioden. Arbetslösheten stiger ända till omkring 11 procent. Eftersom KPI fluktuerar så mycket på grund av de stora reporäntesänkningarna i våras så är det mer relevant att utgå från KPIF än från KPI.

En möjlig alternativ reporäntebana är den lägre räntebana som presenterades som ett alternativ i den penningpolitiska rapporten i juli, det vill säga en reporäntebana med räntan på noll procent fram till och med första halvåret 2010 och som överensstämmer med huvudscenariots reporäntebana från och med första kvartalet 2011.

Svensson menade att den lägre reporäntebanan i juli då skiftade upp prognosen för inflationen och resursutnyttjandet något jämfört med huvudscenariot. På samma sätt skiftar den lägre reporäntebanan nu i september upp inflationsprognosen och resursutnyttjandet något jämfört med huvudscenariot.

Svensson påpekade att när man tittar närmare på inflationsprognosen för denna lågräntebana så ser man att den faktiskt stabiliserar KPIF-inflationen något bättre runt inflationsmålet än huvudscenariots reporäntebana. Skillnaden är dock liten.

När det gäller prognosen för resursutnyttjandet ser man dock att lågräntebanan, på samma sätt som i juli, stabiliserar resursutnyttjandet klart bättre än huvudscenariots reporäntebanan. Svensson menade att detta ju egentligen är självklart. Resursutnyttjandet blir mycket lågt och ligger betydligt under normalt med huvudscenariots reporäntebana. Det blir bättre och ligger närmare en normal nivå med lågräntebanan. Eftersom penningpolitiken syftar till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt normalt är därför lågräntebanan att föredra. Svensson ville därför förordna lågräntebanan framför huvudscenariots räntebana.

Svensson fortsatte med att påpeka att penningpolitik ibland blir ganska abstrakt. Man talar om abstrakta begrepp som resursutnyttjande, produktionsgap och potentiell produktion. Men penningpolitiken har ju mycket konkreta effekter. Svensson framhöll att människor förlorar jobbet i onödan om penningpolitiken är onödigt stram. Antalet förväntade räddade jobb med den lägre reporäntebana kan röra sig om 10 000 till 20 000, beroende på vilka antaganden man gör, kanske ändå mer. När arbetslösheten är hög har 10 000 till 20 000 räddade jobb en ännu större effekt på välfärden än när arbetslösheten är normal. Det blir

svårare för varje arbetslös att få ett nytt jobb, det blir längre arbetslöshetstider och det blir större risk för utslagning av anställda och företag när arbetslösheten är hög i utgångsläget.

Svensson framhöll att lågräntebanan bättre stabiliserar inflationen och resursutnyttjandet än huvudscenariots räntebana. Han ansåg därför att det således borde vara ett självklart val att välja lågräntebanan. Svensson frågade sig vidare om det kunde finnas några argument emot att välja denna?

Ett tänkbart argument emot vore att det skulle vara olämpligt med en nollränta (eller en ränta på några få punkter) därför att en sådan ränta skulle innebära problem för de finansiella marknaderna. Svensson menade att man möjligtvis skulle kunna ha hävdats detta i våras men att det nu inte finns några tecken på att det skulle vara ett problem för de finansiella marknaderna med en reporänta på noll. Det har efter juli visat sig att det inte varit några som helst störningar på de finansiella marknaderna av att gå till en reporäntebana på 0,25 procent och Svensson menade att det inte finns någon som helst anledning att tro att det skulle bli några störningar av att gå till noll procent. För övrigt är ju Riksbankens officiella inlåningsränta nu minus 0,25 procent, och varje dag sker det viss inlåning i Riksbanken till denna negativa ränta, även om de stora volymerna inlåning placeras under den så kallade finjusteringen till en ränta på plus 0,15 procent. Privata repotransaktioner har också skett till negativa räntor. Svensson noterade vidare att artiklar i fredagens och i måndagens Financial Times betonat att det inte längre är något problem för finansiella marknader med räntor som är noll eller till och med negativa. Svensson ansåg därför att det är dags att fullständigt avskaffa den nollräntemystik som funnits.

Svensson framhöll att Riksbanken till och med fått beröm i Financial Times och av den ansedde professorn Charles Goodhart i dennes presentation vid Jackson Hole-konferensen nyligen för att Riksbanken har gått i bräschen med en negativ inlåningsränta på minus 0,25 procent. Svensson menade dock att detta beröm är lite oförtjänt eftersom större delen av inlåningen sker i form av riksbankscertifikat och så kallad finjusteringsinlåning till en positiv ränta på 0,25 respektive 0,15 procent. Bara en liten del sker till en negativ ränta på minus 0,25 procent. Men det är i alla fall intressant att insiktsfulla bedömare anser att en negativ ränta inte är något problem och till och med berömlig.

Som Svensson framhöll vid det penningpolitiska mötet i juli är ju den enda anledningen till att det blivit sådan fokus på just nollnivån för räntor att hushåll, företag och investerare kan ta ut kontanter från sina konton och hålla stora mängder sedlar i madrassen, i kassaskåp och i resväskor. Sedlar ger nollränta. Svensson menade dock att med hänsyn till hanteringskostnaderna, inklusive brottsförebyggande åtgärder, förvaringskostnader, och dylikt så ger sedlar en faktisk avkastning som motsvarar en negativ ränta. Den nedre gränsen för räntan beror på den nivå på räntan vid vilken hushåll, företag och investerare skulle börja hålla riktigt stora volymer i sedlar. Det är förmodligen en negativ ränta som behövs för detta, men hur negativ kan man inte veta säkert. Den kritiska nivån varierar rimligtvis mellan olika kategorier och uttagen skulle gradvis tillta vid mer negativa räntor. Svensson framhöll därför att den nedre gränsen är mjuk och inte hård. Dessutom, även om det skulle ske stora uttag är det inte klart hur stort problem det egentligen skulle innebära för de finansiella marknaderna och framför allt för realekonomin.

Svensson menade att man baserat på erfarenheterna från låga räntor i Japan, Schweiz, USA och nu i Sverige, där en reporänta på 0,25 procent inte lett till minsta problem, kan dra slutsatsen att det inte finns några hinder för en reporänta på noll procent.

Dessutom, som betonades i måndagens artikel i Financial Times, om det ändå mot förmodan skulle uppstå problem för någon finansiell delmarknad skall ju detta problem för några aktörer, handlare och portföljförvaltare vägas mot de 10 000 till 20 000 jobb som kan förväntas räddas med en lägre reporäntebana.

Svensson påpekade att man förstås kan fråga sig vad effekten på den finansiella stabiliteten mer allmänt blir vid en sänkt reporäntebana. Svensson framhöll att så vitt han kunde förstå så borde det vara bra för den finansiella stabiliteten. Högre likviditet, en bättre realekonomisk utveckling och en svagare krona borde innebära mindre kreditrisk och att bankernas låneportfölj således blir säkrare. Svensson påminde om att bankaktier normalt stiger vid lägre räntor.

Svensson framhöll att ett annat argument som han hört är att den stimulerande effekten på realekonomin av att sänka med 0,25 procentenheter från 0,25 procent till noll procent kanske skulle bli mindre än den stimulerande effekten av att sänka från 0,50 procent till 0,25 procent. Även om så skulle vara fallet är detta dock inte något argument mot att sänka reporäntebanan eftersom effekten ändå går i rätt riktning och innebär att inflation och resursutnyttjande stabiliseras bättre. Men det finns dessutom knappast anledning att tro att effekten skulle bli mindre. Svensson menade att räntor ju bara är ett sätt att uttrycka relativpriser på tillgångar. Att sänka räntan från 0,50 procent till 0,25 procent och sedan till 0 procent för en 12 månaders statsskuldväxel med nominellt värde 100 miljoner kronor innebär att priset går från 99,5 miljoner till 99,75 miljoner och sedan till 100 miljoner. Det finns ingen anledning att tro att det är någon skillnad på effekten av dessa prisförändringar. Svensson framhöll att det dessutom är så att både interbankräntor och boräntor på grund av positiva spreadar ligger över förväntade reporäntor och har marginal att falla innan de når noll, om nu någon fortfarande tror att det är något magiskt med nollan. Förväntade framtida reporäntor ligger ju betydligt över huvudscenariots reporäntebana och det är rimligt att de kommer att falla lika mycket som reporäntebanan skiftar ned.

Svensson menade att detta i synnerhet gäller om en lägre reporäntebana åtföljs av ett fasträntelån. Han menade att det är önskvärt att stödja reporäntebanan med ett fortsatt fasträntelån. Det är särskilt viktigt, eftersom reporäntebanan fortsatt har låg trovärdighet, i och med att förväntade reporäntor under 2010 och 2011 ligger betydligt över Riksbankens reporäntebana och således allt annat lika gör den faktiska penningpolitiken mer restriktiv än avsett. För att få störst effekt kan man dock hävda att ett fasträntelån helst bör vara obegränsat, i likhet med ECB:s fasträntelån. I praktiken innebär ju kravet på goda säkerheter ändå en begränsning, om än ganska generös.

Svensson framhöll att ett tredje argument mot en lägre reporäntebana som han hört är att realekonomin kan komma att förbättras snabbare än i Riksbankens prognos. Detta är dock inte något argument mot en lägre reporäntebana, eftersom en bättre realekonomisk utveckling bara skulle innebära att resursutnyttjandet blir mindre lågt under prognosperioden. Resursutnyttjandet kommer fortfarande att vara lägre än normalt och arbetslösheten kommer fortfarande att vara högre än normalt. Svensson tyckte att det är helt osannolikt att realekonomin skulle kunna förbättras så snabbt att den svenska

ekonomin blir överhettad eller att KPIF-inflationen skulle bli för hög i förhållande till målet. Skulle det mot förmodan uppstå sådana tendenser kommer det att märkas i tid och det finns då ingen begränsning på hur snabbt reporäntebanan kan höjas för att motverka en överhettning.

Svensson ansåg att detta förde in honom på ett risk management-perspektiv; riskerna är ju asymmetriska i nuvarande situation. Riskerna med att vara för kontraktiv är mycket större än riskerna med att vara för expansiv. Om penningpolitiken blir för expansiv är det ju lätt att korrigera senare genom att höja reporäntebanan. Om penningpolitiken blir för kontraktiv är detta dock svårt att korrigera senare eftersom man inte kan sänka reporäntan hur mycket som helst. Svensson menade därför att om det ska felas så är det mycket bättre att fela i expansiv riktning än att fela i kontraktiv riktning.

Sammanfattningsvis hävdade Svensson att en lägre reporäntebana är ett möjligt alternativ. Den stabiliserar resursutnyttjandet klart bättre och den stabiliserar inflationen något bättre än den reporäntebana som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Detta gäller även om effekten på ekonomin av en lägre reporäntebana skulle bli mindre än normal. Detta gäller också om realekonomin utvecklas bättre än väntat. Svensson föreslog därför en sänkning av reporäntan till noll procent och en reporäntebana så att reporäntan hålls på denna nivå ett år framåt, samt att prognoserna i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen justeras i enlighet med denna. Detta såvida inte kollegorna i direktionen hade några tungt vägande argument mot en sänkning som Svensson inte tänkt på.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ställde sig bakom det förslag som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, det vill säga en oförändrad reporänta på 0,25 procent som förväntas ligga kvar på 0,25 procent under det kommande året. Ekholm menade att hennes skäl för detta beslut delvis sammanfaller med de skäl som Svante Öberg angett för sitt ställningstagande.

De ljusare konjunkturutsikterna i omvärlden påverkar förstås konjunkturutsikterna för Sverige. Av särskild betydelse är att det finns tecken på en återhämtning i Tyskland som ju utgör Sveriges viktigaste handelspartner.

Resursutnyttjandet i Sverige är dock fortfarande mycket lågt och sysselsättningen kan förväntas utvecklas svagt under det kommande året. Ekholm underströk dessutom att osäkerheten är stor, förutom för omvärldens tillväxt, även när det gäller utvecklingen i Sverige. Man vet fortfarande inte om återhämtningen blir snabb eller långsam eller om den riskerar att brytas så fort de penningpolitiska och finanspolitiska stimulanserna avvecklas.

Ekholm menade ändå att läget ser ljusare ut idag än vad det gjorde för ett par månader sedan. Detta förhållande motiverar i sig en något stramare penningpolitik än vad Riksbanken tidigare ansett vara motiverat.

Ekholm noterade dock att det som Svante Öberg påpekat också finns faktorer som verkar i motsatt riktning och alltså talar för en mer expansiv penningpolitik. Framför allt gäller detta utvecklingen av kronkursen, där kronan har utvecklats starkare än vad Riksbanken förväntat sig. I prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen ligger nu en snabbare förstärkning av kronan än vad som antogs i prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli.

På samma sätt som det är svårt att förklara den tidigare försvagningen av kronan med utvecklingen av den svenska ekonomin är det svårt att förklara den senaste tidens förstärkning av kronkursen. Ekholm menade att den förklaring som kanske ligger närmast till hands är att det handlar om en anpassning tillbaka till mer normala nivåer efter att växelkursen starkt avvikit från den långsiktigt hållbara kursen.

Ekholm påpekade att en förstärkning av kronan är något som drar ned inflationen och inflationsprognosen. Eftersom inflationen rensad från ränteförändringarnas effekt på boendekostnaderna, KPIF, förväntas hamna något under målet de närmaste åren är detta något som i sig skulle tala för en mer expansiv penningpolitik.

Ekholm menade att hon i likhet med Svante Öberg ser förändringstendenser som går åt olika håll när det gäller implikationerna för penningpolitiken. Den ljusare konjunkturutvecklingen talar för en stramare penningpolitik medan den starkare kronan talar för en mer expansiv penningpolitik.

Den framtida utvecklingen av kronkursen tyckte dock Ekholm var ännu mer osäker än konjunkturutvecklingen. Hon ville därför endast fästa relativt liten vikt vid just denna faktor när det gäller att bedöma hur en välavvägd penningpolitik bör se ut. Det innebär att Ekholm istället fäster en förhållandevis stor vikt vid de förbättrade konjunkturutsikterna.

När det gäller konjunkturutsikterna menade Ekholm att resursutnyttjandet fortfarande förväntas ligga ganska långt under det normala de närmaste åren. Det innebär att det fortfarande finns ett behov av penningpolitisk stimulans för att stabilisera realekonomin. Det vore därför i detta läge oklokt att göra penningpolitiken stramare. Att inflationen mätt med KPIF förväntas hamna något under målet på två procent de närmaste åren innebär dessutom att en fortsatt expansiv penningpolitik inte riskerar att komma i konflikt med inflationsmålet.

Det faktum att resursutnyttjandet förväntas bli så lågt framöver utgör alltså ett starkt argument för en fortsatt expansiv penningpolitik. Därför menade Ekholm att styrräntan kommer att behöva hållas på en låg nivå under en förhållandevis lång tid. Det utgör också ett argument för att återigen erbjuda de penningpolitiska motparterna lån till fast ränta. Förutom att detta kan göra prognosen om en bibehållen reporänta under det närmaste året mer trovärdig så bör det också kunna pressa ned en del räntor med längre löptider. Därigenom bör åtgärden bidra till att få ned de räntor som hushåll och företag möter och på så sätt öka genomslaget av den låga styrräntan på de räntor som är av vikt för ekonomins utveckling.

Ekholm påpekade att det med anledning av Lars E.O. Svenssons inlägg kunde vara motiverat att hon också kommenterar sin syn på frågan om vad som egentligen är reporäntans nedre gräns. Vid julimötet, liksom vid aprilmötet, var Ekholms uppfattning att konjunkturläget i princip motiverade ännu större räntesänkningar, men att det var för riskfyllt att sänka styrräntan ännu mer när man inte riktigt visste hur de finansiella marknaderna skulle fungera med så låga räntor. Man kan konstatera att sänkningen av reporäntan till 0,25 procent har genomförts utan några uppenbara problem. Ekholm menade att det från detta perspektiv framstår som att hennes farhågor så här i efterhand var något överdrivna. Ekholm menade å andra sidan att det finns ett värde i att en centralbank agerar med viss försiktighet på områden där det inte finns tidigare erfarenheter att luta sig mot.

Ekholm ansåg att det inte är motiverat att sänka reporäntan idag. Den utveckling som Ekholm ser framför sig är en där konjunkturen huvudsakligen återhämtar sig även om det kan ta lång tid och eventuellt gå lite fram och tillbaka. Därför ser hon inget behov av ytterligare stimulans i form av sänkt reporänta.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att påpeka att de svenska bankerna kunnat dra fördel av den förbättrade situationen på de finansiella marknaderna. Swedbank har annonserat en stor nyemission, som knappast varit möjlig i våras, och SE-banken har valt att inte utnyttja det statliga garantiprogrammet. Alla bankerna kan låna utomlands på längre löptider och till lägre kostnader än vad de kunde göra i juni. Många stora företag kan nu också låna på de internationella kreditmarknaderna vilket innebär att de inte behöver konkurrera med mindre företag om bankernas utlåning. Nyberg menade vidare att de spår av kreditbrist som kunde urskiljas i början av detta år helt verkar ha försvunnit. Bankernas utlåning till företag har visserligen minskat de senaste månaderna men knappast mer än vad som kan förklaras av den vikande konjunkturen. Utlåningen till hushållen har trots den snabba nedgången i konjunkturen fortsatt att öka vilket bidragit till att hålla uppe priserna på bostadsmarknaden.

Inom industrin har orderingången börjat öka något, särskilt i de företag som exporterar till Asien. Framtidsstron har vuxit påtagligt, vilket syns i inköpschefernas och hushållens förväntningar, men också i detaljhandelns utveckling. Bilförsäljningen, som gick ner kraftigt under vintern, har åter kommit igång. Samtidigt har många producerande företag fortfarande problem och arbetslösheten stiger. Nyberg framhöll att den vändning han tycker sig se kommer olika snabbt i olika branscher.

Nyberg menade att man penningpolitiskt står inför ett intressant läge, som alltid när ekonomin befinner sig nära en vändpunkt. Inflationen är för närvarande inget problem. Prognosen för den underliggande inflationen ligger nära målet på två procent och inflationsförväntningarna är låga. Samtidigt är resursutnyttjandet lågt under hela prognosperioden. Detta talar för att räntan skulle kunna sänkas ytterligare något; erfarenheterna från en ränta nära noll har varit goda och de farhågor som funnits för att marknadens funktion skulle skadas har visat sig ogrundade. I detta gav Nyberg Lars E.O. Svensson rätt.

Nyberg framhöll emellertid att han denna gång känner ovanligt stor osäkerhet inför prognoserna. Ingen av de modeller som Riksbanken och andra centralbanker använder beaktar tillfredsställande vad som händer i den finansiella sektorn. Nyberg menade att detta kan bidra till att kraften i den uppgång som förväntas under de närmaste månaderna underskattas, precis som kraften i nedgången under förra hösten och vintern underskattades. Det gäller både den internationella och den svenska tillväxten. Han framhöll att hans bedömning är att resursutnyttjandet kommer att stiga något mer än i prognosen och att detta i sin tur kommer att påverka inflationsförväntningarna och bedömningen av inflationen. Även om en viss åtstramning ägt rum genom växelkursen framhöll ledamoten inte desto mindre att hans åsikt var att reporäntan bör hållas kvar på 0,25 procent snarare än att sänkas. Nyberg menade vidare att med hans syn kommer räntan att behöva börja höjas något tidigare än vad Riksbanken hittills bedömt; i slutet av våren eller i början av sommaren 2010 snarare än under hösten 2010.

Nyberg ville dock betona att hans egen bedömning trots allt utgjorde en avvikelse på marginalen när det gäller prognosen. En lång väg ut ur konjunktursvackan återstår och reporäntan behöver hållas låg under en lång period ännu. Nyberg menade dock att denna period kanske inte är riktigt så lång som Riksbanken tidigare har ansett.

När det gäller lång utlåning till bankerna till fast ränta menade Nyberg att detta i princip är en bra metod i Sverige om man vill försöka att ytterligare öka trycket nedåt på räntorna längs med en större del av avkastningskurvan. Det svenska finansiella systemet är ju huvudsakligen bankbaserat. När bankerna får tillgång till fler kronor vill de ju placera dessa i andra tillgångar, till exempel i stats- och företagsobligationer. Priset på dessa värdepapper kommer då att pressas upp och räntan att pressas ner. Nyberg menade att det är denna effekt man vill komma åt, inte att påverka olika kreditspreadar i förhållande till statspappersräntan. Att påverka bankernas bedömning av kreditrisken hos olika låntagarkategorier är, som Nyberg ser det, inte en uppgift för Riksbanken. Nyberg menade dock att det är en annan fråga om metoden fungerar i verkligheten men att det ändå är svårt att se att den skulle verka i fel riktning.

Nyberg menade emellertid att ekonomin inte behöver ytterligare stimulans i nuläget och ansåg därför att Riksbanken inte bör låna ut några pengar till fast ränta vid detta tillfälle. Utlåningen kommer att öka likviditeten i banksystemet under hela löptiden om 12 månader, vilket han var tveksam till. Han påpekade att mycket hinner hända under ett år när det gäller bankernas behov av likvida medel. Om ekonomin växer snabbare än vad som förutses i prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, vilket Nyberg alltså tror, så kan Riksbanken få anledning att dra in likviditet för att den inte ska verka inflationsdrivande. Detta är å andra sidan lätt att göra genom att ge ut riksbankscertifikat eller andra värdepapper.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att med hänvisning till Lars E.O. Svenssons inlägg framhålla att den diskussion Svensson för är principiellt intressant och att det mycket väl kan vara så att räntan kan sänkas till noll utan att störningar inträffar i det finansiella systemet. Men den diskussionen ska skiljas från diskussionen om huruvida det finns ett behov av att sänka räntan ytterligare i dagsläget. Wickman-Paraks egen bedömning var att det nu inte är nödvändigt att sänka räntan ytterligare.

BNP var oförändrad under det andra kvartalet i år jämfört med det första; det stora raset i produktionen är därmed passerat. Utfallet var något starkare än Riksbankens prognos från i juli. I den aktuella prognosen har tillväxten för årets två sista kvartal reviderats upp och Wickman-Parak ansåg att detta var en rimlig bedömning. Hon påpekade dock att det är utvecklingen därefter som är mer intressant.

Förtroendeindikatorerna har fortsatt uppåt sedan i somras. Inköpschefsindex ligger nu till exempel en bit över 50. Delindexet för exportorder har passerat 60 och uppgången har skett snabbt. Också Konjunkturinstitutets barometer visar på förstärkta exportutsikter. Den faktiska exportorderingången har enligt SCB än så länge bara rört sig marginellt uppåt. Wickman-Paraks bedömning var att exportorderingången kommer att stiga under hösten och under loppet av nästa år. Wickman-Parak menade att man inte ska underskatta bedömningarna hos dem som sitter nära verksamheten och besvarar de enkäter hon nyss nämnde. Även om exportindikatorerna skulle sjunka tillbaka något så är tendensen ändå tydlig; Sveriges ekonomi kommer att få ett välbehövligt stöd till tillväxten genom exporten.

Den tillväxtprognos för 2010 som nu presenteras är uppreviderad med 0,5 procentenheter och BNP beräknas öka med 1,9 procent. Större delen av upprevideringen beror på ett positivt överhäng från 2009 eftersom prognosen för andra halvåret 2009 reviderats upp. Tillväxttakten det första kvartalet nästa år har reviderats upp marginellt medan kvartalsprognoserna därefter är ungefär desamma som i juli. Wickman-Paraks egen bedömning var att tillväxtbanan 2010 kommer att bli något brantare än i den nuvarande prognosen.

Wickman-Parak underströk att hon som redan framgått har en mer positiv syn på den internationella konjunkturen än den som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Detta kommer att ge en starkare export även om kronan förstärks. Hennes bedömning var också att den privata konsumtionen under loppet av nästa år ökar snabbare än i den nu aktuella prognosen trots att arbetslösheten ökar. Inkomstutvecklingen för dem som har arbete är god, sparandet är högt och hushållens förtroende har fortsatt att stärkas. Värt att notera är att hushållens syn på den svenska ekonomin ljusnat väsentligt. Det kan noteras att andelen hushåll som tror att arbetslösheten ska öka de närmaste 12 månaderna är 56 procent. När varslan duggade som tätast förra hösten och i början av året var den andelen 80-85 procent. Wickman-Parak menade att detta ger stöd för att hushållen kan komma att vara mindre försiktiga med sina utgifter trots att tidigare lagda varsel nu ger utslag i ökad arbetslöshet. Vidare menade Wickman-Parak att den höga och stigande arbetslösheten är ett stort bekymmer. Den släpar efter i konjunkturförloppet och andra åtgärder än penningpolitik kan ge större och snabbare genomslag på sysselsättningen.

Wickman-Parak menade att direktionen under det senaste året har haft en samsyn när det gäller allvaret och djupet i den ekonomiska krisen och varit eniga om de åtgärder som behövs. Wickman-Parak påpekade dock att nyanser givetvis har funnits och att hon vid det penningpolitiska mötet i juli hade en mer positiv syn på konjunkturförloppet än övriga direktionsledamöter. Däremot hade hon inte någon avvikande syn på utgångsläget och utvecklingen den allra närmaste tiden. Wickman-Parak ställde sig vid mötet i juli bakom beslutet att sänka räntan till 0,25 procent men reserverade sig mot räntebanan.

Wickman-Parak framhöll att hon även denna gång ställde sig bakom förslaget att hålla räntan oförändrad. Även om hennes syn på konjunkturen framöver är mer positiv än i prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen ansåg hon att en extremt låg ränta kan behållas ännu en tid. Men även denna gång reserverade sig Wickman-Parak mot räntebanan. Hennes bedömning var att räntan kan behöva höjas under senvåren eller sommaren 2010. Tillväxten kommer då att vara högre och framför allt kommer tillväxtutsikterna då att vara bättre än vad prognosen i utkastet till uppföljningen visar. Man kommer då att börja se en normalisering av resursutnyttjandet inom prognoshorisonten. Och penningpolitiken är ju framåtblickande.

Wickman-Parak menade att inflationen idag inte är ett problem men som hon påpekade på det penningpolitiska mötet i juli kan man längre fram vara tvungen att hantera en inflationsbild som ser annorlunda ut än idag. Redan med de prognoser som finns i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen ligger inflationen, när man exkluderar effekten av Riksbankens ränteändringar, kring två procent under prognosperioden. Även om man ser ett sjunkande kostnadstryck framöver kan tre år med starkt stigande arbetsenhetskostnader sippa ut i konsumentledet när efterfrågan stärks. Råvarupriserna har också stigit och de kan



fortsätta uppåt när efterfrågan stärks. Kronkursen och produktiviteten är också osäkra kort när det gäller inflationsprognosen.

Wickman-Parak framhöll att hon ser ett värde i att processen att normalisera räntan sker gradvis. Det ger företag och hushåll bättre möjligheter att anpassa sig till en situation med högre räntor. Man vet också att det tar tid innan en ränteförändring slår igenom. Även om räntan höjs i flera små steg under loppet av nästa år så handlar det fortfarande om en räntenivå som verkar stimulerande på ekonomin.

Wickman-Parak ville även ge en kort och mer allmän kommentar om penningpolitiken framöver. Idag är räntan extremt låg. Den globala finansiella krisen har till en del sitt ursprung i en låg ränta under en lång tid. Det finns därför anledning att under tidens gång vara observanta på eventuella obalanser som kan byggas upp.

När det gäller utlåningen till fast ränta så ställde sig Wickman-Parak inte bakom det förslaget. Hon menade att det kan ha varit en bra metod för att försöka få ned räntenivåerna men mer generellt såg hon inte att den typen av åtgärder behövs. Wickman-Parak framhöll att hon har en annan bild av utvecklingen i den reala ekonomin och att hon framför sig ser behovet av en höjd ränta innan fasträntelånet löper ut.

Riksbankschef **Stefan Ingves** påpekade att indikatorer tyder på en något snabbare återhämtning i Sverige än i juli. Men BNP-fallet blir i år större i Sverige än i euroområdet och det största i vår ekonomiska historia sedan andra världskriget. Sedan 1900-talets början har vi bara ett fåtal gånger sett produktionsfall av nuvarande storleksordning under ett enskilt år. Då är det inte heller helt enkelt att dra på tidigare erfarenheter. Med nuvarande ekonomiska strukturer har vi helt enkelt inte upplevt något liknande tidigare och det försvårar naturligtvis konjunkturbedömningen. Nästa år räknar Riksbanken med en något bättre tillväxt än i den penningpolitiska rapporten i juli. Produktionen väntas sammantaget växa något snabbare under prognosperioden än i juli men resursutnyttjandet är lågt och förblir lägre än normalt under perioden.

Inflationen mätt med KPI blir till följd av stora förändringar i bostadsräntekomponenten mycket volatil under perioden. Inflationen mätt med KPIF väntas ligga något under 2 procent på 1 till 2 års sikt, vilket är något lägre än vid förra mötet eftersom kronan stärkts mer och väntas vara starkare framöver.

Den djupa nedgången i ekonomin har Riksbanken mött med en mycket stimulerande penningpolitik och det finns skäl att hålla fast vid den räntebana som beslutades vid föregående möte. Reporäntan bör ligga kvar på 0,25 procent till andra halvåret 2010 och sedan höjas. På det sättet hanteras både inflationsmålet samtidigt som det bidrar till att stabilisera resursutnyttjandet. Ingves framhöll att det är viktigt att hålla fast vid den låga styrräntan under en tillräckligt lång period så att ekonomin kan fortsätta växa i lagom takt. Inflationsförväntningarna är heller inte ett hinder för en sådan politik. Det finns fortsatta risker på nedåtsidan till följd av den globala finansiella krisen och det allmänt låga resursutnyttjandet. Det är därför bättre att räntan förblir på en låg nivå länge tills man kan vara säker på att återhämtningen är självbärande. Att höja räntan för tidigt är mera riskabelt än att vänta och se. Stabens förslag till räntebana i utkastet till penningpolitisk uppföljning ger en lagom balans när man väger för och emot.

Avslutningsvis noterade Ingves att Riksbanken under krisen har bidragit till att återställa den penningpolitiska transmissionsmekanismen med en lång rad åtgärder. Nya typer av utlåning till bankerna har bidragit till att reducera räntespreddar och riskpremier på marknaderna. Läget i den finansiella sektorn har stabiliserats. Ingves menade att man redan kan se att den förda politiken gett resultat men också att det är uppenbart att icke-konventionella åtgärder bör kvarstå så länge de behövs. Det här betyder också att man i nuvarande läge inte enbart bör bedöma penningpolitiken med utgångspunkt i räntebanan och en mycket teknisk diskussion om denna. Det är ett för snävt synsätt. Det är den sammantagna effekten av både särskild utlåning och en allmänt låg räntenivå som dels gör penningpolitiken expansiv och dels återställer transmissionsmekanismen så att denna expansiva penningpolitik också kan få det genomslag vi önskar. Med det synsättet blir också slutsatsen att det är lämpligt att fortsätta med den extraordinära utlåningen. Det är för tidigt att resonera om exitåtgärder och normalisering.

Vad gäller diskussionen om att sänka reporäntan till noll procent menade Ingves att man måste vara försiktig när man närmar sig denna problematik och att det finns många frågor om var den nedre gränsen går som vi inte vet svaret på. Ingves menade att det i nuläget inte är önskvärt att sänka räntan ytterligare.

Avslutningsvis framhöll Ingves att han ställde sig bakom förslaget om att behålla reporäntan på 0,25 procent samt att behålla den reporäntebana som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Han ställde sig även bakom förslaget om utlåning till fast ränta.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** ville också framföra tre mer tekniska kommentarer. Den första gäller resursutnyttjandet. De diagram över resursutnyttjandet som redovisas i den penningpolitiska uppföljningen – avvikelse från HP-trend för BNP, sysselsättning och arbetade timmar – bygger på att potentiell BNP minskar successivt under en längre period före och efter den djupa lågkonjunkturen. Det resulterar i ett stort positivt BNP-gap före 2009 och ett stort negativt BNP-gap efter 2009. Öberg menade att det är rimligare att anta att potentiell BNP faller mer abrupt i samband med fallet i faktisk BNP. Om det är så överdriver diagrammet det positiva BNP-gapet före 2009 och fallet i BNP-gap 2009 och kanske också det negativa BNP-gapet efter 2009. Öberg tyckte att denna fråga bör analyseras mer framöver.

Den andra kommentaren gäller de tre standarddiagram som redovisas först i den penningpolitiska uppföljningen. Öberg menade att alla tre har brister. Det första diagrammet med reporänta och osäkerhetsintervall tar inte hänsyn till att osäkerhetsintervallen inte är symmetriska när man kommer ner till mycket låga räntenivåer. Det andra diagrammet med KPI-inflation är intressant men det Riksbankens direktion främst fokuserar på i den penningpolitiska diskussionen nu är den underliggande inflationen mätt med KPIF eller KPIF exklusive energi. Öberg menade vidare att även det tredje diagrammet med BNP-tillväxt är intressant, men det är även resursutnyttjandet mätt som BNP-gap och arbetslösheten. Öberg tyckte att dagens diskussion visat att direktionsledamöterna fäster olika vikt vid BNP-tillväxt respektive BNP-nivå eller resursutnyttjande vid bedömning av penningpolitiken. Öberg menade att man bör se över vilka diagram som ska lyftas fram som de mest centrala inför den penningpolitiska rapporten i oktober.

Öbergs tredje kommentar gällde Riksbankens inlåningsränta. Som Lars E.O. Svensson påpekade så har det förekommit uppgifter i internationell press om att räntan på bankernas inlåning till Riksbanken är negativ. Det är en missuppfattning. Visserligen har Riksbanken formellt en inlåningsränta på -0,25 procent, men den är av marginell betydelse. Av bankernas totala inlåning i svenska kronor på cirka 300 miljarder kronor placeras för närvarande cirka 100 miljarder kronor över natten till 0,15 procents ränta och cirka 200 miljarder kronor i en veckas riksbankscertifikat till 0,25 procents ränta. Bara en försvinnande liten del placeras till den annonserade inlåningsräntan.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** framhöll att han ställde sig bakom Svante Öbergs synpunkter på diagrammen, att det var önskvärt att se över denna fråga och framhöll diagrammen i början på den penningpolitiska rapporten från Norges bank som exempel på diagram som är mer centrala för det penningpolitiska beslutet. Svensson fortsatte med att påpeka att han inte fått några tunga argument mot en sänkning från de övriga ledamöterna. Han uppfattade det som att övriga ledamöter ansåg att det var fullt möjligt att sänka räntan till noll, med ett högre resursutnyttjande som följd. Svensson undrade om detta betydde att övriga ledamöter inte såg något behov av ett högre resursutnyttjande.

Riksbankschef **Stefan Ingves** påpekade att övriga ledamöter redan presenterat sina argument för att behålla räntan på 0,25 procent.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** framhöll att han inte håller med Lars E.O. Svensson om att reporäntan bör sänkas till noll procent. Penningpolitiken är redan kraftigt expansiv. En ytterligare sänkning av reporäntan från den låga nivå där den nu befinner sig är en fråga om en finjustering som sannolikt har små effekter på inflation och resursutnyttjande, vilka ligger inom felmarginalerna. Öberg menade att det redan nu finns svårigheter med att skapa trovärdighet för den låga räntebana Riksbanken räknar med. Öberg höll med Karolina Ekholm om att en centralbank bör vara försiktig när det gäller att sänka räntan till mycket låga nivåer. Man vet inte så mycket om vilka effekter det kan få på de finansiella marknaderna eftersom räntan aldrig tidigare varit så låg.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Det har kommit allt fler tecken på en vändning i konjunkturen. Exempelvis var BNP-tillväxten under andra kvartalet något starkare än väntat i både Sverige och omvärlden. Samtidigt har läget på de finansiella marknaderna fortsatt att förbättras. Men utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Sverige har drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden och återhämtningen av konjunkturen sker från en låg nivå.

För att återhämtningen av ekonomin ska bli stabil och för att klara inflationsmålet på 2 procent behöver reporäntan vara låg under en lång tid framöver. Räntan behöver därför ligga kvar på den nuvarande låga nivån på 0,25 procent fram till hösten 2010.

Även om läget på de finansiella marknaderna har förbättrats är det fortfarande inte normalt. Kompletterande åtgärder behövs för att penningpolitiken ska få avsedd effekt. Riksbanken bör därför låna ut ytterligare 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta med ungefär 12 månaders löptid. Det bör bidra till fortsatt låga räntor på lån till företag och hushåll.

Den låga reporäntan bidrar tillsammans med den ekonomiska uppgången i omvärlden till att BNP-tillväxten i Sverige blir positiv mot slutet av året. Men arbetsmarknaden släpar efter och

sysselsättningen börjar inte stiga förrän under 2011. I takt med att konjunkturen återhämtar sig höjs reporäntan till mer normala nivåer för att få en balanserad ekonomisk utveckling och en inflation i linje med målet.

Förändringarna i reporäntan påverkar bostadsräntorna som ingår i konsumentprisindex (KPI). Därför kommer det att bli stora kast i KPI framöver. Den underliggande inflationen mätt med KPIF (KPI med fast bostadsränta) ligger däremot stabil nära 2 procent under prognosperioden.

Läget på de finansiella marknaderna har ännu inte normaliserats och grunden för återhämtningen är fortfarande bräcklig. Men det kan också visa sig att återhämtningen sker snabbare än väntat. Osäkerheten är därmed fortsatt stor. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror som alltid på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

## § 4. Penningpolitiskt beslut

Ordförande konstaterade att det förelåg förslag att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent och förslag om att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen torsdagen den 3 september kl 9:30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent och att detta beslut tillämpas från den 9 september 2009,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 0,75 procent respektive inlåningsräntan på -0,25 procent med tillämpning från den 9 september 2009,
- att torsdagen den 3 september 2009 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 81 2009, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdag den 16 september kl 9:30.

Vice riksbankscheferna Lars Nyberg och Barbro Wickman-Parak ställde sig bakom beslutet att hålla reporäntan oförändrad på 0,25 procent men reserverade sig mot tillväxtprognoserna i den penningpolitiska uppföljningen och därmed den tillhörande reporäntebanan. De motiverade sitt ställningstagande bland annat med en mer positiv syn på hur utvecklingen på de finansiella marknaderna kunde komma att påverka konjunkturen både i omvärlden och i Sverige. Därmed skulle räntan behöva höjas något tidigare än vad som prognostiseras i den penningpolitiska uppföljningen. De ansåg heller inte att ekonomin behövde stimuleras med ytterligare lån till bankerna till fast ränta.

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet och förordade en sänkning av reporäntan till 0 procent och en reporäntebana så att reporäntan hålls på denna nivå ett år framåt. En sådan reporäntebana innebär en bättre avvägd penningpolitik med lägre arbetslöshet, högre resursutnyttjande 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