



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2011-09-06

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

Sigvard Ahlzén (§ 1)
Claes Berg
Hans Dillén
Johanna Eklund (§ 1)
Heidi Elmér
Johannes Forss Sandahl (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Per Jansson
Tomas Lundberg (§ 2-4)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Cecilia Roos-Isaksson
Anna Lidberg (§ 1)
Bengt Pettersson
Olof Sandstedt (§ 1)
Ulf Söderström
Lena Strömberg (§ 1)
Åsa Sydén
David Vestin
Staffan Viotti

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Hans Dillén och Bengt Pettersson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Marknadens oro för den statsfinansiella situationen i euroområdet och USA och oron för den globala tillväxten har

tilltagit under sommaren. Osäkerheten har ökat riskaversionen och börserna har fallit i både omvärlden och i Sverige. Investerare har valt att placera i säkra räntebärande tillgångar vilket pressat ned långa räntor från redan låga nivåer. De penningpolitiska förväntningarna, i termer av implicita terminsräntor, har i Sverige skiftat ned betydligt jämfört med tidpunkten för publiceringen av den penningpolitiska rapporten i juli. Det finns en relativt stor diskrepans mellan olika bedömare på marknaden vad gäller synen på penningpolitiken nästa år. Vissa bedömare tror på en sänkt reporänta medan andra tror på fortsatta höjningar. En majoritet av bedömarna tror dock att reporäntan kommer att lämnas oförändrad på det penningpolitiska mötet i september och att reporäntebanan kommer att revideras ned.

Johannes Forss Sandahl och Olof Sandstedt från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde därefter för utsikterna i Europa vad gäller konsolidering av de offentliga finanserna och situationen i den svenska banksektorn. Räntan på tvååriga grekiska statsobligationer har stigit snabbt till nya rekordnivåer medan ECB:s köp av spanska och italienska statsobligationer tryckt ned räntorna på dessa obligationer. Det finns en generell osäkerhet om olika länders åtgärder är tillräckliga och det finns frågetecken kring den politiska beslutsamheten. Inom den närmaste framtiden sker nu flera viktiga händelser som kan vara avgörande för den fortsatta utvecklingen i Europa.

Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde sedan för ny makroekonomisk information som inkommit sedan den penningpolitiska rapporten i juli och för huvuddragen i den penningpolitiska uppföljningen. Tidigare diskussioner av underlaget inför det penningpolitiska mötet har skett på möten den 30 augusti och den 2 september.

Utfallsdata som publicerats under sommaren har för Sverige varit ungefär i linje med prognosen i juli medan ett antal så kallade förtroendeindikatorer dämpats avsevärt. Arbetsmarknadsstatistiken för juni och juli tyder på en något lägre sysselsättnings- och arbetskraftsökning än den som förväntades i underlaget inför det penningpolitiska mötet i juli. BNP för det andra kvartalet steg mer än väntat, medan inflationen för juni och juli var något lägre än väntat. Olika förtroendeindikatorer som till exempel inköpschefsindex och Konjunkturinstitutets barometer har dock fallit snabbt.

Mot bakgrund av den överraskande svaga internationella utvecklingen under sommaren, både i termer av utfallsdata och förtroendeindikatorer, har prognosen för den globala ekonomin reviderats ned i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Bland annat har börserna i Sverige och omvärlden fallit kraftigt sedan det penningpolitiska mötet i juli. För USA förutses nu en BNP-tillväxt på 2 procent för nästa år, en nedrevidering med 0,7 procentenheter. För euroområdet förutses en tillväxt på drygt 1 procent, en nedrevidering med 0,5 procentenheter. Detta innebär att de viktigaste marknaderna för svensk export väntas bromsa in ganska påtagligt. Den globala ekonomin sammantaget beräknas dock växa med knappt 4 procent då tillväxtmarknaderna väntas fortsätta att växa i en betydligt snabbare takt än de utvecklade ekonomierna.

Ett antal länder i euroområdet och USA bedöms ha fortsatta problem med en hög offentlig skuldsättning de kommande åren. Prognosen förutsätter att de politiska systemen så småningom klarar av att leverera de åtgärder som behövs för att konsolidera de offentliga finanserna i ett antal länder och att förtroendet därmed stärks. Regeringarna

i de länder det handlar om måste gå från ord till handling. Nedrevideringen av prognosen för den globala ekonomin inkluderar också en nedrevidering av prognosen för omvärldens styrräntor.

Prognosen för den svenska BNP-tillväxten är nedreviderad för resten av året och nästa år. Den förutses bli 1,7 procent 2012 vilket innebär en prognos som ligger omkring genomsnittet av andra prognosmakare i Sverige. Nedrevideringen av tillväxtprognosen är något mindre dramatisk än andras vilket främst förklaras av att prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli då låg lägre än till exempel Konjunkturinstitutets och Finansdepartementets. BNP-tillväxten förutses stiga 2013 till 2,4 procent. Arbetslösheten beräknas bli omkring en halv procentenhet högre 2013 än vad som prognoserades i juli. Den förutses bli 6,9 procent 2013. Resursutnyttjandet och kostnadstrycket förväntas därför bli lägre. Även prognosen för energipriser har reviderats ned. Detta har medfört en tydlig nedrevidering av inflationsprognosen. Inflationen mätt som KPI förutses bli 2,1 procent 2012 och 2,6 procent 2013. Inflationen rensad från effekten av bostadsräntorna, KPIF, bedöms bli omkring en halv procentenhet lägre de kommande åren. Löneökningarna förväntas i prognosen vara förenliga med inflationsmålet.

Mot bakgrund av ovanstående utveckling föreslogs det att reporäntehöjningar skjuts på framtiden. Förslaget innebar att reporäntan lämnas oförändrad på 2 procent och att reporäntebanan revideras ned så att prognosen för reporäntan blir 3,6 procent det tredje kvartalet 2014.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** tog i sitt inlägg upp två frågor, revideringarna av prognoserna och osäkerheten i prognoserna. Han inledde med revideringarna.

Öberg sa att den statistik som har kommit in under sommaren pekar på en något svagare internationell utveckling första halvåret i år än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli, framför allt i USA. Den dramatiska utvecklingen på de finansiella marknaderna har dessutom ökat osäkerheten om framtiden och framåtblickande indikatorer pekar på en ytterligare avmattning av tillväxten framöver. Trots att bedömningen redan i den penningpolitiska rapporten i juli var att BNP-tillväxten skulle bli måttlig i USA och euroområdet är det därför rimligt att revidera ned prognoserna för BNP-tillväxten i omvärlden ungefär på det sätt som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Därmed kommer också svensk exportmarknad att växa långsammare. Den svagare internationella utvecklingen har också medfört att priserna på energi och råvaror har fortsatt att falla och risken för inflationsdrivande effekter från det hållet har minskat. Det är därför rimligt att också inflationsprognoserna för omvärlden reviderats ned. Vad gäller osäkerheten i prognoserna påtalade Öberg att risken den här gången nog främst är att den internationella utvecklingen blir sämre än vi räknar med. Revideringarna av prognoserna för omvärlden är måttliga. Den TCW-vägda BNP-tillväxten är nedreviderad med 2-3 tiondels procentenheter per år och den TCW-vägda inflationen med 1-2 tiondels procentenheter per år. Det är möjligt att prognoserna senare kan komma att behövas revideras ned mer än så.

Erfarenheterna av tidigare finanskriser talar för att BNP-tillväxten under en lång period, kanske upp till tio år, blir svagare än normalt i USA och södra Europa. Det är vad Kenneth

Rogoff kallar den andra stora kontraktionen. Men samtidigt är utvecklingen i andra delar av världen fortsatt stark. Tillväxtländerna i Asien – Kina och Indien med flera – fortsätter att växa snabbt och där finns möjligheter att motverka den svagare efterfrågan från USA och Europa med en mer expansiv finans- och penningpolitik.

Öberg sa vidare att han vid det förra penningpolitiska mötet framhöll att huvudscenariot är att statskulddproblemen i Europa kan hanteras utan att det uppstår stora problem på de finansiella marknaderna. Så blev det inte. Tvärtom har hanteringen av statskulddproblemen i både USA och Europa haft ett stort inslag av dramatik och det har resulterat i turbulens på de finansiella marknaderna. Den här gången är utgångspunkten för prognoserna att nödvändiga politiska beslut fattas som gör att förtroendet hos hushåll och företag förbättras igen. Om utvecklingen blir väsentligt sämre än vad som antas denna gång så får vi vid kommande möten vara beredda på både att vidta åtgärder för att bevara den finansiella stabiliteten och att ompröva inriktningen av penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ställde sig, även om hon hade några invändningar, huvudsakligen bakom prognosen för den globala ekonomin i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

När det penningpolitiska beslutet togs i juli så fanns det redan vissa tecken på en avmattning i konjunkturen, i första hand när det gäller den amerikanska ekonomin. Det var dock svårt att bedöma i vilket utsträckning det handlade om helt temporära faktorer. Den statistik som inkommit sedan dess pekar huvudsakligen i riktning mot att det handlar om en mer varaktig dämpning och det motiverar den nedrevidering av tillväxtutsikterna för omvärlden som gjorts i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Det har också blivit alltmer tydligt att de statsfinansiella problem som både USA och stora delar av euroområdet dras med inte har någon enkel lösning. Tidigare har det funnits förhoppningar om att dessa ekonomier skulle lyckas växa sig bort från höga statskulddskvoter, men med en dämpad tillväxt så går det inte att hitta något smärtfritt sätt att skapa långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna. Den prognos som är lagd i utkastet till penningpolitisk uppföljning bygger på antagandet att det ändå ganska snart kommer beslut som gör att USA och euroområdet får ordentlig kontroll över den statsfinansiella situationen. Ekholm förklarade att hon kunde ställa sig bakom det antagandet, men att hon trodde att det kanske låg lite åt det optimistiska hållet. Hon menade att det förr eller senare måste till beslut som skapar hållbara statsfinanser på ett eller annat sätt, men att detta skulle kunna ta ganska lång tid – exempelvis verkar det osannolikt att några mer skarpa förslag ens presenteras i USA före nästa presidentval i november nästa år – och att det ur marknadernas synvinkel kan komma att te sig som att det vacklar lite fram och tillbaka.

Ekholm påtalade vidare att hon under de senaste penningpolitiska mötena haft en annan uppfattning om vad som är en rimlig prognos för de utländska styrräntorna. De har varit avsevärt högre än marknadsförväntningarna utifrån implicita terminräntor på lite längre tidshorisont. Hon hade uppfattat det som att det har funnits ett implicit antagande att de implicita terminräntorna skulle komma att skifta uppåt så småningom och närma sig de prognosticerade styrräntorna. Nu har de implicita terminräntorna i stället skiftat nedåt – de har fallit ganska kraftigt under sommaren. Det finns en logik i det eftersom

utvecklingen när det gäller de statsfinansiella problemen i USA och euroområdet – där det verkar troligt att länder tvingas till stora finanspolitiska åtstramningar i ett svagt konjunkturläge – innebär att trycket på en expansiv penningpolitik för att motverka åtstramningarna blir ännu starkare än vad det var tidigare. Prognosen för utländska styrräntor har reviderats ned betydligt i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, vilket Ekholm i ljuset av detta ansåg befogat. Samtidigt noterade hon att det fortfarande råder en ganska stor diskrepans mellan de prognosticerade styrräntorna och marknadsförväntningarna utifrån implicita terminräntor. I viss mån kan nog de implicita terminräntorna på längre tidshorisonter vara nedpressade av att placerare minskar innehaven av mer riskfyllda instrument till förmån för statsobligationer, men i princip bedömde Ekholm att en större nedrevidering av de utländska styrräntorna hade varit motiverad. Men denna gång var Ekholms uppfattning att diskrepansen mellan de prognosticerade styrräntorna och de implicita terminräntorna inte spelar lika stor roll för växelkursprognosen som hon tidigare trott. Hon skulle återkomma till detta i diskussionen om det penningpolitiska beslutet.

Sammantaget ställde sig Ekholm bakom prognosen för omvärldsutvecklingen, även om hon i princip ansåg att en större nedrevidering av utländska styrräntor på lite längre tidshorisont hade varit motiverad.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** uppgav att han i allt väsentligt delar den omvärldsbild som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen och står bakom de prognosjusteringar som där görs.

Nyberg kompletterade bilden med några övergripande reflektioner. Sedan det förra penningpolitiska mötet i juli har stämningsslaget på de finansiella marknaderna och i media förändrats i grunden. Aktiemarknaderna har fallit över hela världen, viljan att ta risk har minskat avsevärt och flykten till säkra placeringar har tilltagit. Det har fått priserna på de statspapper (och andra obligationer) som anses säkra att stiga och motsvarande räntor att falla. För riskfyllda räntepapper har utvecklingen varit den motsatta. Under den senaste veckan har hela denna process mot ökad säkerhet eskalerat. Den tyska tioårsräntan har fallit till runt två procent, den grekiska har stigit till tjugo procent.

Nyberg ansåg att omsvängningen till en del beror på att den reala utvecklingen, såsom den speglas i den ekonomiska statistiken, kommit att bli något sämre än förväntat, både i USA och i Europa. Det är allvarligt i sig, eftersom förhoppningen på båda sidor Atlanten varit att man skulle växa sig ur krisen. Men den reala utvecklingen har inte varit så svag att den kan motivera omsvängningen från framtidstro till misströstan på marknaderna. Nyberg trodde att bakgrunden till den omsvängningen till stor del får sökas i ett gradvis eroderat förtroende bland investerare för det politiska systemets möjlighet att hantera skuldskrisen, både i USA och i Europa. De finanspolitiska och penningpolitiska verktygen är enligt marknaden i stort sett förbrukade och kan inte på ett trovärdigt sätt användas i en fallande konjunktur. Oenigheten bland länderna i euroområdet om hur krisen i Grekland ska hanteras blev också allt tydligare under våren. Det är kanske inte så märkligt att de som placerar pengar i obligationer börjar fråga sig hur man ska klara situationen om större länders betalningsförmåga börjar ifrågasättas. Oron kring Spanien och Italien som dykt upp under sommaren, och de stigande statsräntor den har lett till, är tydliga tecken på det. Det är oroväckande att Italien har en stor del av sitt upplåningsbehov kvar

att fylla detta år och det är oroväckande att intresset för emissionerna förefaller att minska.

Nyberg menade att det för närvarande är svårt att se någon snabb och trovärdig lösning på krisen i euroområdet. Förtroendet för det europeiska banksystemet har fallit parallellt med förtroendet för det politiska systemet. Grekland förefaller inte att klara de åtaganden som krävs för nästa utbetalning från IMF och Europa. Finland har förhandlat om säkerhet för sin del i den förra betalningen och det har irriterat övriga bidragsgivare och ytterligare ökat oron på marknaden. Räntan på tvååriga grekiska statspapper är idag över 50 procent, vilket naturligtvis speglar en allt starkare förväntan om en grekisk betalningsinställelse. Man har från politiskt håll slutat att förneka att Greklands skuld behöver omstruktureras, vilket är positivt. Men kraftfulla åtgärder måste till för att förtroendet på marknaden ska återställas. Det finns många förslag på sådana åtgärder, bland annat utgivande av Euroobligationer. Alla har dock det gemensamt att de förutsätter ökade ekonomiska åtaganden från i första hand Tyskland. Och för detta förefaller det inte finnas något politiskt gensvar bland de tyska väljarna. Det europeiska sättet att hanka sig igenom problemen (muddling through) har alltmer förlorat i trovärdighet.

Det är inte omöjligt att den europeiska krisen går in i en ny fas under den närmaste tiden. Förra veckans nummer av "the Economist" rapporterade om amerikanska investerare som sade ungefär att "det är lättare att avstå från alla europeiska investeringar för närvarande än att förklara varför just de jag valt inte är riskfyllda". Sprider sig den synen kommer krisen att bli akut. Hur den ska lösas är en annan historia. Men Nyberg trodde inte man kan se fram emot en lugn och stabil höst på de finansiella marknaderna i Europa.

Nyberg avslutade sitt inlägg med att klargöra att man i USA under sommaren knappast ifrågasatt betalningsförmågan, men väl betalningsviljan. Turerna i kongressen inför det höjda lånetaket har gett intryck av att politikerna saknar förståelse för skuldproblemen och sätter inhemsk partipolitik före ett ansvar för en långsiktigt trovärdig budgetpolitik. Precis som i Grekland, alltså. Det har gett upphov till en uppseendeväckande nedgradering från ett av ratinginstituten och en stigande oro på marknaderna. Däremot har det inte gett upphov till stigande amerikanska statsräntor. Amerikanska statspapper betraktas fortfarande som de säkraste – och är kanske framför allt i dagsläget de mest likvida i världen. Därför leder ökad oro i marknaden till ökad efterfrågan på amerikanska statspapper, även om en av orsakerna till oron är ökade tvivel på den amerikanska krishanteringen.

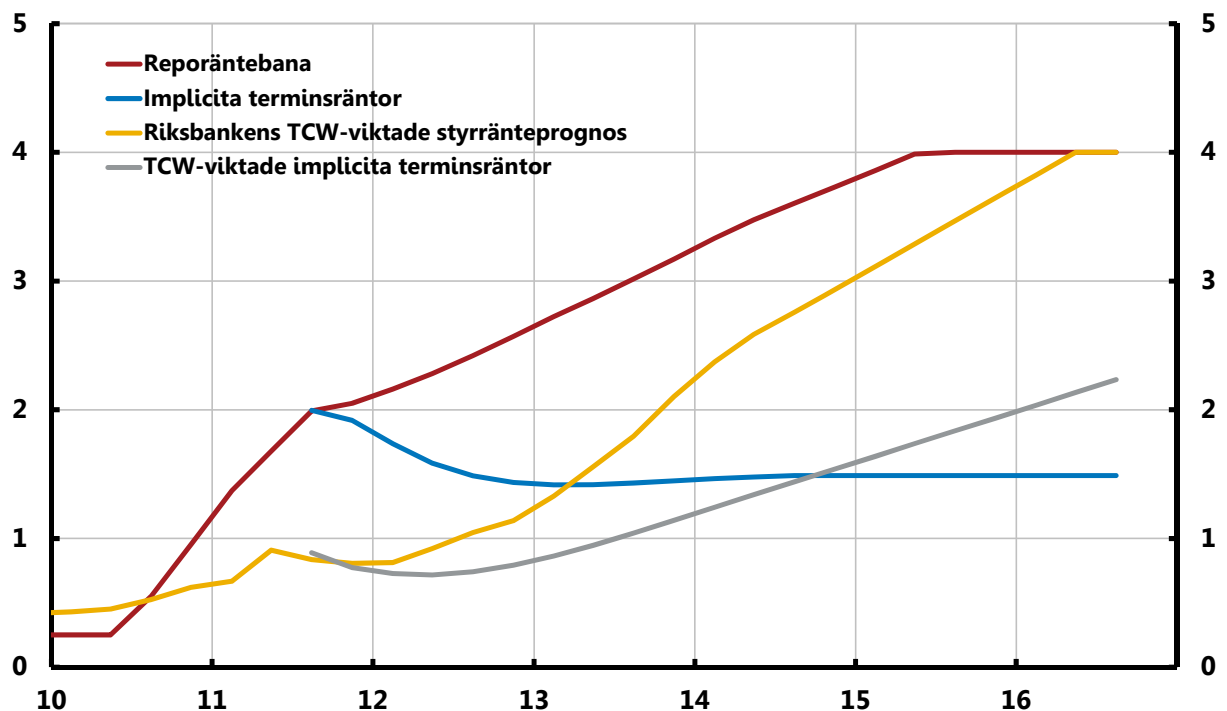
Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** delade huvudsakligen synen på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk uppföljning. När det gäller synen på utvecklingen för inflation och BNP i omvärlden som presenteras var han litet mer pessimistisk, men menade att det inte var några stora skillnader. Han påtalade dock, liksom vid tidigare penningpolitiska möten, ett problem när det gäller antagandet om utländska räntor och prognosen för utländska styrräntor. Såsom han hade visat med en bild vid det penningpolitiska mötet i juli så har prognosen för utländska styrräntor under flera år systematiskt legat för högt, med utfall systematiskt lägre än prognosen. En för hög prognos för utländska styrräntor leder till en bias mot en för hög räntebana, allt annat lika. En högre utländsk räntebana leder ju allt annat lika till mindre differens mellan

svenska och utländska räntor och allt annat lika till en svagare krona. För att motverka detta måste då den svenska räntebanan ligga högre.

Svensson visade i diagram 1 i en diagrambilaga han delgivit på mötet att den gula linjen visar den nuvarande prognosen för TCW-viktade utländska styrräntor. Den blå linjen visar TCW-viktade implicita terminräntor, justerad med normala terminspremier, dvs. 1 räntepunkt per månad. Svensson har förlängt prognosen och de implicita terminräntorna till fem år framåt. Implicita terminräntor har skiftat ner kraftigt sedan i juli, i enlighet med förväntningar om lägre styrräntor i de berörda länderna. Prognosen har också skiftat ner, men inte lika mycket. Prognosen ligger nu mycket högt över de implicita terminräntorna och ger allt annat lika upphov till ett stort skift uppåt i Riksbankens räntebana. Det finns ingen diskussion i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen av dessa viktiga omständigheter, och det finns ingen motivering till denna höga prognos, trots att den har mycket stora konsekvenser för räntebanan. Om prognosen avviker från implicita terminräntor är det viktigt att diskutera och motivera sådana avvikelser. En sådan motivering kan lämpligen bygga på en analys av den penningpolitiska avvägningen i Euroområdet, Storbritannien och USA. Avvikelserna får inte verka godtyckliga. Det får inte uppstå någon misstanke om att man gör höga prognoser för att motivera en hög räntebana.

Diagram 1. Reporäntebanan, terminräntor och styrränteprognoser,

Procent



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

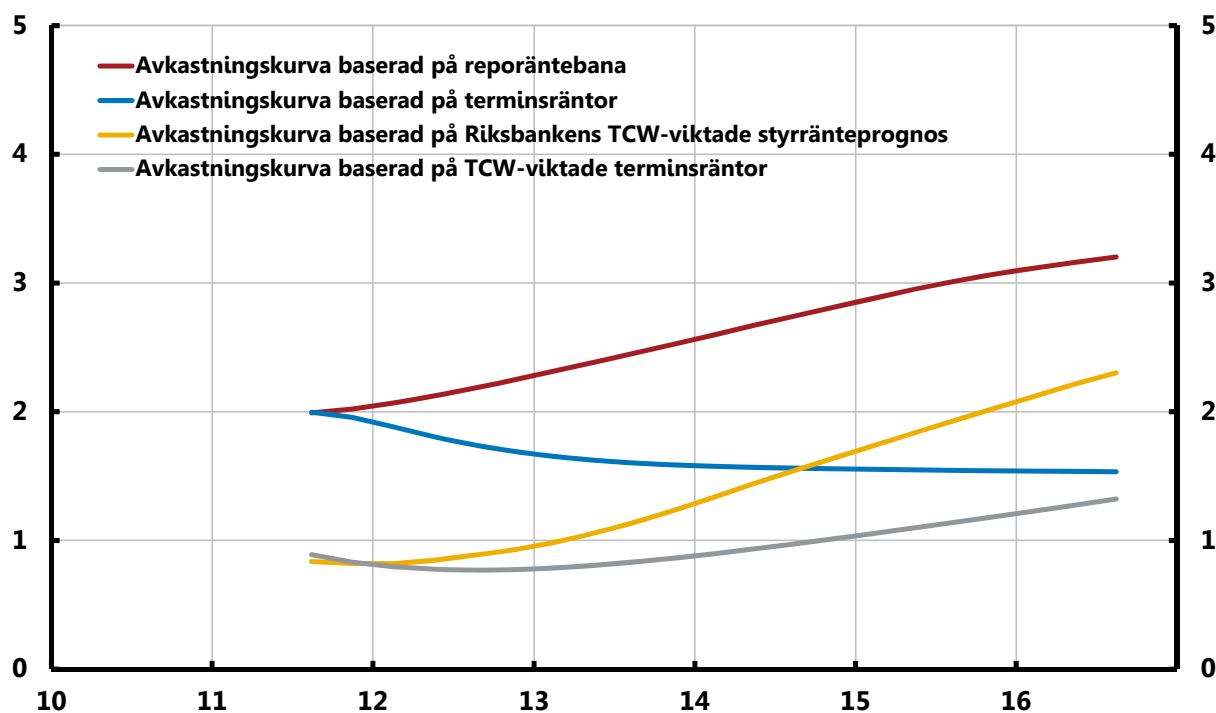
Not: De implicita terminräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier med en tumregel.

Prognosen för utländska räntor kan också uppfattas som ett antagande om och prognos för utländska avkastningskurvor, det vill säga utländska räntor för olika löptider. I diagram 2 visar den blå kurvan den faktiska TCW-viktade avkastningskurvan, medan den gula kurvan visar den avkastningskurva som är förenlig med Riksbankens prognos för

utländska styrräntor. En TCW-viktad femårig marknadsränta är ungefär 130 räntepunkter. Riksbankens höga prognos för utländska styrräntor motsvarar en femårsränta som är 100 punkter högre. Något förenklat är det som att analysen utgår från att utländska femårsräntor är 100 räntepunkter högre än vad de faktiskt är.

Diagram 2. Avkastningskurvor,

Procent



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

Sammanfattningsvis menade Svensson således att prognosen för utländska räntor ligger mycket för högt och att det bidrar till en för hög räntebana. Det vore bättre att låta prognosen utgå från utländska terminräntor och sedan justera utifrån en bedömning av penningpolitiken i euroområdet, Storbritannien och USA. Han påtalade att han sagt flera gånger tidigare att det är viktigt att bevaka denna fråga och eventuella avvikelser från implicita terminräntor bör vara välmotiverade och noggrant diskuterade.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** noterade att sedan julmötet har oron för skuldproblematiken i Europa intensifierats och i större utsträckning kommit att omfatta Spanien men framför allt Italien. Osäkerheten kring de europeiska bankerna finns kvar och är nära sammankopplad med den statsfinansiella krisen. Till det kommer misstroendet mot den politiska förmågan att lösa budgetproblemen i USA. Dessutom har sämre konjunkturstatistik lagt lök på laxen. Den fördjupade förtroendekrisen och rädslan för en skarp konjunkturedgång har fått börser på fall och svarta krigsrubriker har präglat den ekonomiska rapporteringen. Det är en sammansatt och komplicerad situation med en egen dynamik. Starka reaktioner på finansmarknaden bidrar till fallande förtroende bland företag och hushåll som i sin tur spär på konjunkturoron som i sin tur får återverkningar på finansmarknaden och så vidare. Förväntningar har stor betydelse och de mest dystra signalerna kommer också från framåtblickande indikatorer.

De problem som politiker i olika länder har att ta itu med är stora och utvecklingen framöver är nära förknippad med förmågan att presentera trovärdiga åtgärdsplaner och det innebär ett stort osäkerhetsmoment. Som utgångspunkt för prognosen i den penningpolitiska uppföljningen ligger ett antagande om att politiska lösningar kommer till stånd och förtroendekrisen löses upp. Utgången kan bli en annan men det kan man bara spekulera om.

Wickman-Parak betonade att redan före den intensifierade oron på finansmarknaderna kunde svagare konjunkturtecken skönjas i omvärlden. Det gällde inte minst USA. Bedömningen i juli var att tillfälliga effekter kunde förklara en del av den svagare utvecklingen och Riksbanken, liksom många andra bedömare hade som huvudspår att bättre fart i BNP-tillväxten kunde väntas andra halvåret. Den makrostatistik som inkommit därefter stärker inte den förhoppningen. Det är tydligt att det kommer att ta längre tid än de flesta bedömare trott innan anpassningen på bostadsmarknaden i USA är avklarad. På arbetsmarknaden är läget alltför dystert och konsumentförtroendet har fortsatt sjunka. Hushållens förväntningar om sysselsättningen har försämrats påtagligt och bidrar till försiktigheten när det gäller att spendera. En låg ränta bidrar till att stimulera konsumtionen men stora positiva effekter verkar svåra att uppnå när hushållen är i en fas där de försöker konsolidera sina balansräkningar.

Wickman-Parak menade vidare att det samtidigt ska noteras att allt inte ser bekmörkt ut i USA. Företagen har tjänat bra med pengar och för juli kom en del positiva signaler till exempel mer positiva siffror för order, industriproduktion och detaljhandel. Enskilda månadssiffror ska inte övertolkas utan ska som vanligt noggrant följas upp. Tillväxtprognosen för USA har reviderats ned för hela prognosperioden och det ansåg Wickman-Parak vara en rimlig prognos.

Wickman-Parak menade avslutningsvis i sitt inlägg att även för euroområdet har statistiken som inkommit sedan sommaren motiverat en ytterligare nedrevidering av tillväxtprognosen jämfört med bedömningen i juli. Förtroendeindikatorerna för hushåll och företag bådär inte gott. Det gäller även för Tyskland som tidigare haft en mer positiv utveckling och spelat rollen som motor i euroområdet. Sammantaget ansåg ledamoten att nedrevideringarna av omvärldspronosen är rimliga och hade inga invändningar mot den prognos som presenteras i den penningpolitiska uppföljningen. Det är en svag men ändå fortsatt positiv tillväxt som väntas i USA och Europa men tillväxtländerna har bättre fart. Marknadstillväxten för svensk export har justerats ned med 1 å 1,5 procentenhet per år under prognosperioden och det får återverkningar på svensk export.

Riksbankschef **Stefan Ingves** framhöll att han delar synen på den internationella utvecklingen som den beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning. De globala tillväxtutsikterna har under sommaren blivit sämre. Oron har ökat kring den statsfinansiella utvecklingen i USA och euroområdet. Mycket har handlat om ökad osäkerhet om förmågan att fatta politiska beslut för att stabilisera skuldutvecklingen. Det har också kommit makroekonomiska indikatorer som pekar på en sämre utveckling. BNP-tillväxten har börjat avta i världen som helhet och förtroendeindikatorerna har vänt ned. Prognosen för USA:s ekonomi är nedreviderad. Hushållen bedöms bli mer återhållsamma och återhämtningen på bostadsmarknaden förväntas dröja längre. Frågan är om man inte vid det här laget bör betrakta en del av arbetslösheten snarare som strukturell än konjunkturell. Även prognosen för euroområdet är nedreviderad, främst till följd av lägre

inhemsk efterfrågan från hushåll och företag. I både USA och euroområdet bedöms nu finanspolitiken bli stramare än i prognosen i juli. Både i USA och i Europa råder betydande politisk osäkerhet om hur man ska hantera den uppkomna situationen. Och det försvårar naturligtvis traditionell konjunkturbevakning, som inte så lätt inkluderar politiska förlopp.

I BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och China) tyder indikatorer på en viss avmattning, men tillväxten är god och inflationen betydligt högre än i de utvecklade ekonomierna, i genomsnitt 7,4 procent i juli. Det innebär att de behöver en stramare penningpolitik än i de utvecklade ekonomierna. Anpassningen av de globala obalanserna har börjat men detta har skett främst genom att inflationen har bidragit till en real appreciering av växelkurserna i BRIC-länderna. Det här bidrar till en jämnare fördelning av den globala tillväxten på sikt men fortfarande kvarstår många spänningar, inte minst så länge man försöker undvika en mer omedelbar växelkursanpassning. I vårt närområde fortsätter tillväxten att vara god i Norge men dämpad i Danmark, som dessvärre lider av kvarstående bankproblem och sviterna av en överhettad bostadsmarknad.

Ingves menade vidare att på de finansiella marknaderna har statsskuldsoro och dämpade tillväxtutsikter ökat riskaversionen. Marknadsräntor och börskurser har fallit. De penningpolitiska förväntningarna som de mäts i terminsräntekurvor har skiftat ned i USA och euroområdet, vilket ger en viss stimulans. Vår prognos baseras också på ett antagande om att förtroendet bland marknadsaktörerna kommer att återvända i takt med att trovärdiga program för skuldsanering beslutas i USA och euroområdet. Att komma fram till sådana program kan vara nog så stökigt och det är inte uppenbart hur lång tid det kommer att ta.

Ingves tog sedan upp några problem rörande omvärldsutvecklingen. Det första är att det har tagit alltför lång tid att sanera balansräkningarna för flera stater och privata aktörer. En alltför hög skuldsättning är negativt för ekonomisk tillväxt.¹ Det finns alltså en övre gräns för skuldkvoten. För den offentliga skulden ligger den på mellan 80-100 procent av BNP.² Det betyder att länder med en alltför hög offentlig skuld inte bara behöver stabilisera skuldkvoten utan också reducera den till nivåer där den inte bromsar tillväxten. När så detta inte sker ökar oron när det gäller möjligheten till finansiering av skulderna. Spridningseffekterna av ländernas finansieringsproblem drabbar dessutom banker med exponering mot krisländerna, vilket i sin tur kan få konsekvenser för statsfinanserna i dessa bankers hemländer. Det här skapar potentiella spridningseffekter, en negativ externalitet, som också påverkar länder, till exempel Sverige, som inte är direkt berörda. Det skapar osäkerhet även hos oss.

Ett annat problem är de risker som är relaterade till alltför låga styrräntor under en alltför lång tid. Riskerna är att alltför låga räntor bidrar till att saneringen av balansräkningarna fördröjs, både för stater och privata aktörer. Det handlar också om att alltför låga räntor under lång tid riskerar bidra till felallokeringar av produktionsresurserna. Men de kan

¹ Se Cecchetti, S. M. S. Mohanty och F. Zampolli (2011) "The real effects of debt", prepared for the Jackson Hole Symposium, August 2011.

² För företagens skuldkvot ligger den övre gränsen på omkring 90 procent som andel av BNP och för hushållens skuldkvot på omkring 85 procent som andel av BNP. Men dessa siffror är statistiskt mindre signifikanta än tröskeln för den offentliga skuldkvoten.

också riskera att utlösa mer dramatiska förlopp i den reala ekonomin och störningar i det finansiella systemet. Sådana förlopp är sällan gradvisa och därför svåra att prognosticera. Å ena sidan håller en låg ränta efterfrågan uppe men å andra sidan minskar behovet av att sanera olika balansräkningar. Det är inte lätt att hitta en avvägning i den här processen.

Ingves lyfte fram ett tredje problem för penningpolitiken som har att göra med sambanden mellan utländska styrräntor, den svenska reporäntan och den svenska växelkursen. Kronan har försvagats något under sommaren på ett sätt som inte är lätt att relatera till utvecklingen av räntedifferenser gentemot omvärlden. Detta är ett vanligt fenomen bland små öppna ekonomiers valutor i orostider. Detta indikerar att det inte finns något exakt samband mellan räntor och växelkurs på åtminstone kort sikt. Därför är de volatila terminsräntorna en utmaning när det gäller att göra prognoser för kronan. De bidrar också till svårigheter när prognoser ska tas fram för penningpolitiken i omvärlden. De implicita terminsräntorna är en pusselbit som behöver kompletteras med annan information. Modellvärlden kräver en omedelbar koppling mellan växelkurs, inhemsk ränta och utländska räntor. Det är en koppling som av olika skäl inte alltid håller. Det försvårar naturligtvis analysen men är ett fenomen man dessvärre inte kommer ifrån.

Öberg efterfrågade därefter ett klagörande av Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, APP, om vilka ränteantaganden som prognoserna baseras på mot bakgrund av Svenssons kommentar att APP räknar med att de femåriga statsobligationsräntorna i omvärlden är en procentenhet högre än de faktiskt är.

Jansson påtalade att APP:s prognoser förstås tar hänsyn till faktiska utfall för olika variabler inklusive räntor. Att man i modeller gör förenklingar, till exempel när det gäller sambandet mellan förväntade styrräntor och räntor med längre löptider, betyder inte att APP:s prognoser utgår från räntenivåer som skiljer sig från dem som observeras i verkligheten. Att man hela tiden behöver komplettera modellanalysen med bedömningar gäller många aspekter, där sambandet mellan räntor med olika löptider bara är ett exempel.

Svensson kommenterade sedan att om man utgår från APP:s modell Ramses, så är det så att i den antas rationella förväntningar. När man då matar in den höga prognosen för utländska räntor innebär det att man antar att alla aktörerna tror på den och att utländska långa räntor i enlighet med förväntningshypotesen är mycket högre än de faktiska utländska räntorna. Svensson underströk att han under ganska lång tid framfört att det vore bra om analysapparaten utvecklades till att omfatta situationer när marknaden inte tror på Riksbankens prognoser, till exempel då marknadsförväntningarna för inhemska och utländska räntor ligger lägre än Riksbankens räntebana och prognos för utländska räntor. Det vore bra med en sådan utveckling.

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

Jansson höll med **Svensson** om att det finns behov av att arbeta vidare med dessa frågor.

Riksbankschef **Stefan Ingves** kommenterade att det är rimligt att Riksbanken återkommer i någon form till hur detta arbete ska fortskrida. Det kan finnas ett värde i att för omvärlden förklara hur processen går till och resonera om vad som är en önskvärd forskningssträvan.

Ingves sammanfattande sedan diskussionen av konjunkturutsikterna i omvärlden med att alla i direktionen tycks instämma i den bedömning som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, även om några ledamöter bedömer att utländska styrrentor kommer att stiga i en långsammare takt än den bedömning som görs i uppföljningen.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde diskussionen med att påpeka att Riksbankens tillväxtprognoser för Sverige under en längre tid förutsett en dämpning av tillväxttakten mot mer normala nivåer och det verkar nu manifesteras. BNP för andra kvartalet kom visserligen in något starkare än vad Riksbanken förutsåg men det berodde på ett högre lagerbidrag och en lägre import. Såväl exporten som den slutliga inhemska efterfrågan blev lägre än väntat.

Månadsstatistiken i form av barometerdata och inköpschefsindex pekar samtliga mot att tillväxten tappar fart. Det finns mycket lite ny utfallsdata att tillgå för tredje kvartalet. Utrikeshandel för juli och omsättningen i detaljhandeln har inkommit och de pekar också mot en inbromsning men inte av samma dignitet som olika förtroendeindikatorer indikerar.

Hushållens förtroende har fallit relativt mycket i juli och augusti. Det gäller framförallt synen på svensk ekonomi men även en del när det gäller den egna ekonomin. Men än så länge bedömer man den egna risken för arbetslöshet som låg. Prognosen i den penningpolitiska uppföljningen visar att arbetsmarknaden förbättras även om förstärkningen bromsar in det närmaste året. Därefter väntas en starkare utveckling. Bli det så behöver inte konsumentförtroendet skadas på ett djupare och mer långdraget sätt. Hushållens förmögenhet har också påverkats negativt i spåren på fallande börser och fastighetstillgångar som inte längre ökar i värde. Riskerna i tillväxtprognosen kommer främst från omvärlden men **Wickman-Paraks** bedömning är att det finns också anledning att hålla ett öga på hushållssektorn här hemma.

Den svagare tillväxtprognosen för omvärlden, en inhemsk efterfrågan som bromsar in mer än tidigare förutsett och de signaler som förtroendeindikatorerna entydigt bär med sig motiverar en nedrevidering av den svenska tillväxtprognosen. Den väntas nu stanna vid 1,7 procent nästa år. Det innebär en nedrevidering med en halv procentenhet jämfört med i juli. Tillväxten väntas börja ta något bättre fart under loppet av 2012. Det är inte någon dramatisk omskrivning av tillväxtutsikterna; en inbromsning av tillväxttakten har funnits med redan tidigare.

Inbromsningen i tillväxten bedöms alltså nu bli mer markerad än vad Riksbanken tidigare förutsåg och inflationsprognosen har justerats ner en aning. Lägg därtill den politiska

osäkerheten i vår omvärld och konvulsionerna på finansmarknaden och det känns högst motiverat att inta vänteläge. Wickman-Parak meddelade att hon ställer sig bakom prognosen i uppföljningsrapporten och förslaget att reporäntan lämnas oförändrad och att kommande räntehöjningar skjuts framåt.

Det är givetvis inte svårt att, som många gör, anlägga ett mörkare perspektiv på konjunkturen givet alla problem och risker som emanerar från omvärlden. Men samtidigt är det viktigt att inte fångas av stämningsslagen som snabbt kan ändras. Man får precis som vanligt efter bästa förmåga försöka tolka den information som strömmar in. Det är ett klokt förhållningssätt till prognoser. Att snabbt ta ut svängarna riskerar stora kast i prognoserna och en penningpolitik som saknar stadga. Det gäller att noga följa utvecklingen och vara beredda på att anpassa prognoserna allteftersom ny information ger anledning till detta. Skulle mer dramatiska förlopp utspelas infinner sig ett annat läge som penningpolitiken har att hantera då.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** meddelade att han stöder förslaget om en oförändrad ränta vid detta möte, men att han föredrar en räntebana som ligger kvar på 2 procent till och med mitten av 2013 och sedan stiger till 3 procent vid prognosperiodens slut.

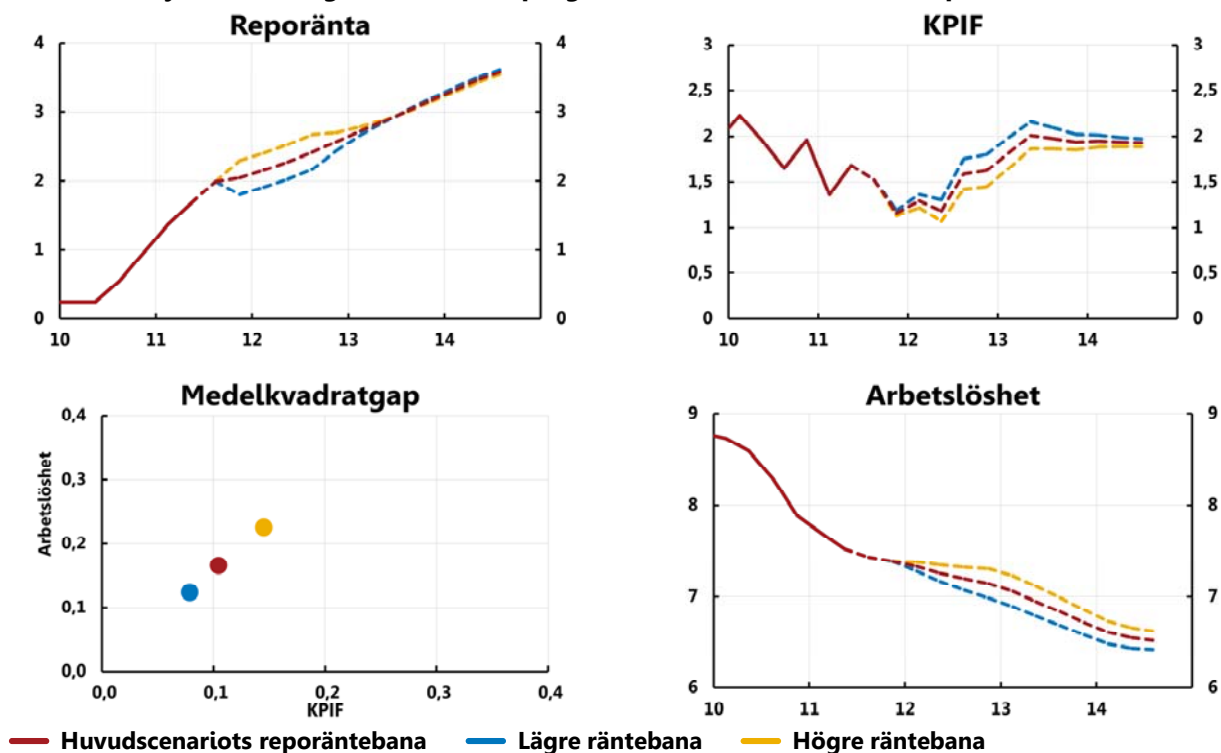
Svensson ansåg att huvudscenariots räntebana ligger för högt av flera skäl. För det första, som Svensson redan nämnt, ger en omotiverad hög prognos för utländska styrräntor en bias mot en för hög räntebana. För det andra, finns det en bias mot att överskatta resursutnyttjandet. För det tredje, även om man accepterar den höga prognosen för utländska styrräntor och den höga skattningen av resursutnyttjandet och den hållbara arbetslösheten på 6,5 procent (som han ämnade återkomma till i sitt inlägg), så kan man fortfarande visa att en lägre räntebana stabiliserar KPIF-inflationen bättre runt 2 procent och arbetslösheten bättre runt en nivå på 6,5 procent.

Detta tredje skäl exemplifieras i diagram 3. Där visas prognosen för KPIF-inflationen och arbetslösheten för olika räntebanor under huvudscenariots antagande om en hög prognos för utländska räntor och en hög hållbar arbetslöshet. I övre vänstra bilden är den röda banan huvudscenariots räntebana och den blå banan en lägre räntebana. I de högra bilderna framgår att den lägre räntebanan ger en prognos för KPIF-inflationen som stabiliserar denna bättre runt 2 procent och en prognos för arbetslösheten som stabiliserar denna bättre runt 6,5 procent. En lägre räntebana ger alltså bättre målpuppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. I den nedre vänstra bilden ser man att medelkvadratgapet blir lägre för både inflation och arbetslöshet med den lägre räntebanan.

Egentligen är detta ganska självklart. Den störning som drabbat den svenska ekonomin sedan i juli är en negativ chock till aggregerad efterfrågan till följd av sämre prognos för omvärlden till följd av lägre förtroende för den ekonomiska politiken i omvärlden, börsfall och allmänt ökad osäkerhet. Börsfall är ju inte bara tecken på flykt till säkerhet, det är också tecken på att förväntningar om framtida vinster och att utvecklingen även i Sverige dämpats. En negativ chock till aggregerad efterfrågan sänker prognosen för både inflation och resursutnyttjande. Den kan mötas med mer expansiv penningpolitik. Det är bara en fråga om hur mycket man ska ta i. Sänkningen av huvudscenariots räntebana är

således inte tillräcklig ens under huvudscenariots antagande om höga utländska räntor och högt resursutnyttjande.

Diagram 3. Penningpolitiska alternativ
Utländska styrräntor enligt Riksbankens prognos; hållbar arbetslöshet 6,5 procent



Källor: SCB och Riksbanken

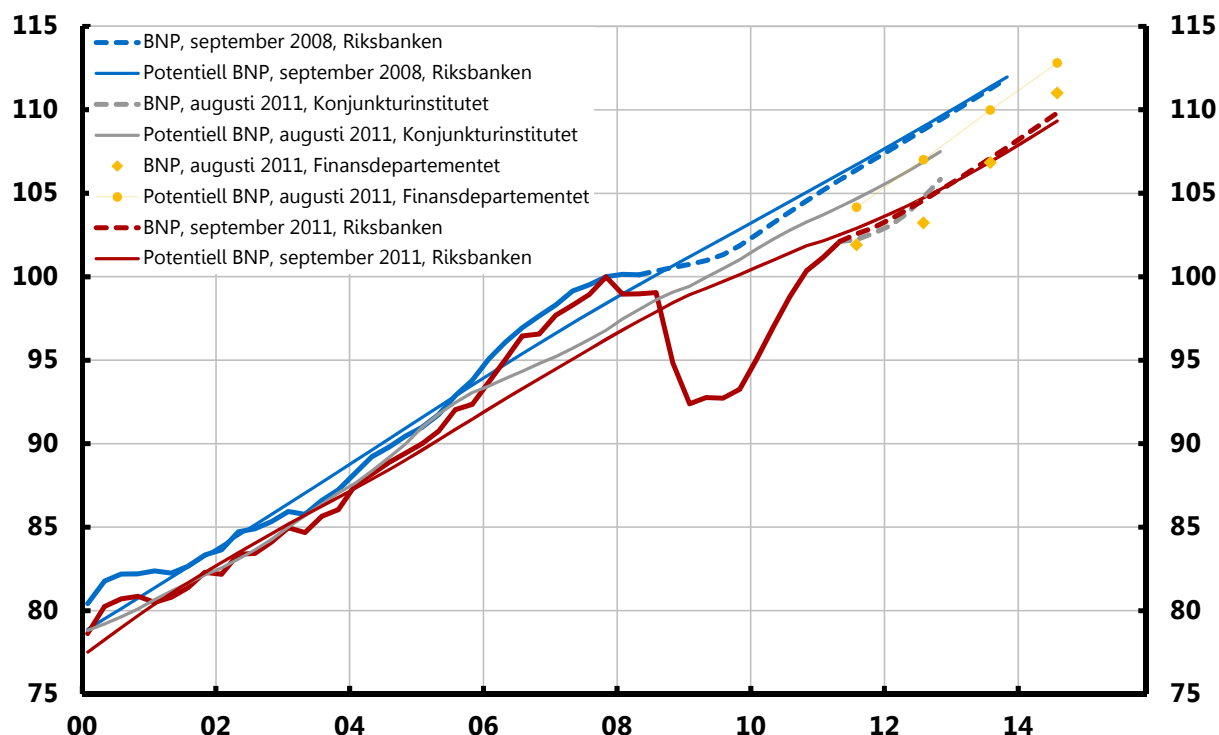
För övrigt, menade Svensson, har Konjunkturinstitutet en utmärkt analys i senaste Konjunkturläget som kom för några dagar sedan. Där rekommenderar man en oförändrad ränta och sedan en kraftigt sänkt räntebana jämfört med Riksbankens räntebana i juli, en räntebana som ligger betydligt lägre än huvudscenariots räntebana i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Man varnar också för att en högre räntebana skulle få negativa effekter på återhämtningen efter krisen. Svensson gick sedan vidare till det andra skälet till att räntebanan ligger för högt och påståendet att resursutnyttjandet är överskattat. Svensson beklagade att han måste bli lite detaljerad och visa flera olika diagram, men bedömningen av resursutnyttjandet är onekligen en mycket viktig och, ansåg Svensson, analysen är eftersatt.

Överskattningen av resursutnyttjandet visar sig t.ex. i ett för lågt antagande om och för låg prognos för potentiell BNP. Då blir prognosen för produktionsgapet för hög. Nu är ju BNP-gapet bara en av de indikatorer som Riksbanken utgår ifrån, men den är representativ för de övriga, utom arbetslöshetsgapet, som Svensson ansåg att återkomma till. När det gäller nuvarande nivå på potentiell BNP gör, som framgår av diagram 4, Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet en annan bedömning, med en högre prognos för potentiell BNP (tunn heldragen grå linje och runda gula prickar). Bakom prognosen för potentiell BNP ligger antaganden och skattningar om att potentiell BNP skiftat ned ordentligt efter krisen. Detta trots att krisen ur svensk makroekonomisk och penningpolitisk synpunkt är en i stort sett ren negativ chock till aggregerad efterfrågan,

ett fall i exportefterfrågan, som enligt normal penningpolitisk analys inte har någon större effekt på potentiell BNP. Trots att antagandet om och skattningar av potentiell BNP är mycket viktigt redovisas ingen analys av varför potentiell BNP skulle skifta ner så mycket av en ren efterfrågechock.

Diagram 4. BNP och potentiell BNP

Index, 2007 kvartal 4 = 100

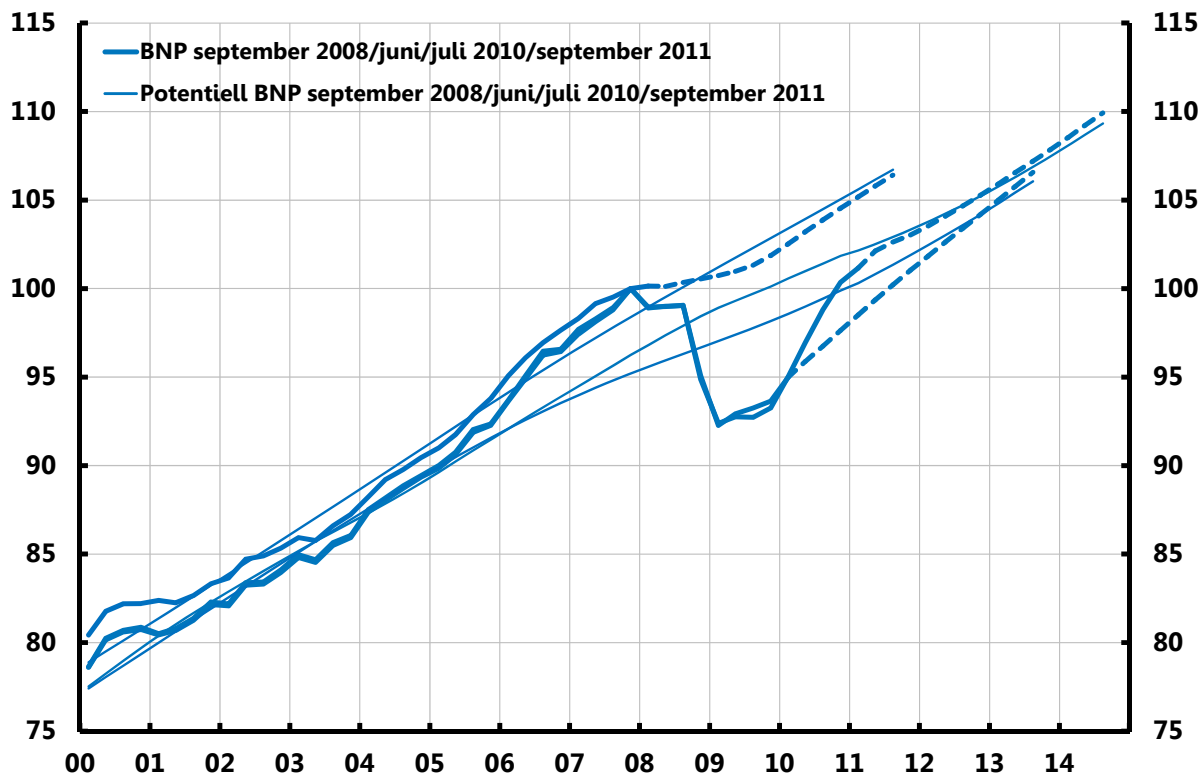


Källor: Finansdepartementet, KI och Riksbanken

När det gäller skiften i potentiell BNP ser vi i diagram 5 hur Riksbankens prognos för potentiell BNP skiftat ner från september 2008 till juni/juli 2010 och sedan upp igen något till september 2011. Prognosen i september 2008 och juni/juli 2010 gjordes med ett så kallat HP-filter, prognosen i september 2011 är gjord med den så kallade produktionsfunktionsmetoden som beskrivs i den penningpolitiska rapporten i oktober 2010. I praktiken är det ingen större skillnad mellan den nya produktionsfunktionsmetoden och det gamla HP-filtret. Som syns tydligt i denna bild så har dessa prognoser ett välkänt s.k. ändpunktproblem, dvs. att potentiell BNP närmar sig BNP vid slutet av prognosperioden. Gapet tenderar alltså att slutas vid slutet av prognosperioden. Detta gör potentiell BNP beräknad på detta sätt till en missvisande och otillförlitlig indikator. En annan märklig omständighet är de stora revideringar bakåt av potentiell BNP som vi ser.

Diagram 5. BNP och potentiell BNP: Riksbanken

Index, 2007 kvartal 4 = 100



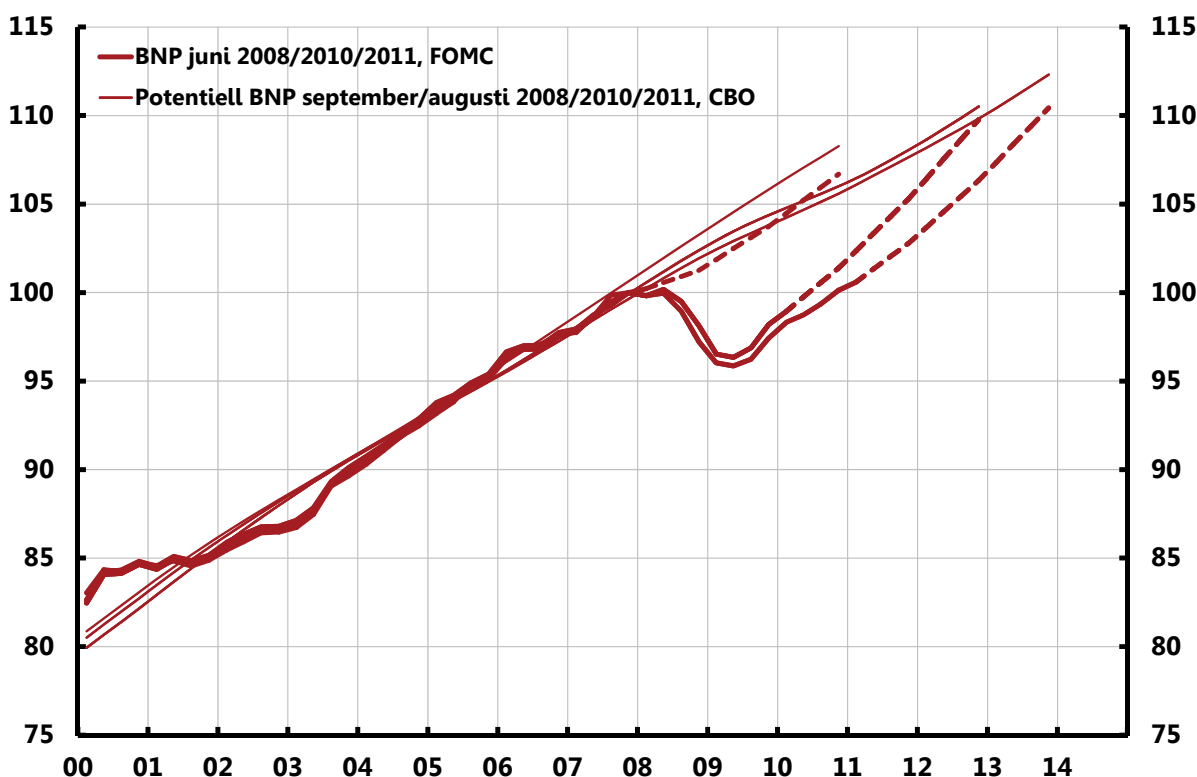
Källa: Riksbanken

Den högkonjunktur i slutet av 2007 som Riksbanken hösten 2008 tyckte var ganska måttlig har i juni/juli 2010 blivit till en dånande boom, ungefär lika hög som den stora recessionen sedan var djup. Detta är inte övertygande, och inte tillförlitligt.

Som jämförelse visar bild 6 revideringar av den prognos för USA:s potentiella BNP som Congressional Budget Office, CBO, gjort vid samma tillfällen. Som vi ser reviderar CBO inte potentiell BNP bakåt i någon större utsträckning, utan främst framåt, och ganska litet på kort horisont. Varför ser Riksbankens prognoser för potentiell BNP så annorlunda ut än prognoserna från det högt ansedda och i alla läger respekterade CBO? Och varför ska en chock till aggregerad efterfrågan få så stora effekter på potentiell BNP? Detta är frågor som inte bör ignoreras.

Diagram 6. Prognos för potentiell BNP (CBO) och prognos för BNP (FOMC)

Index, 2007 kvartal 4 = 100



Källa: Congressional Budget Office, CBO och Federal Open Market Committee, FOMC

Svensson påtalade att det är mot bakgrund av sådana omständigheter som han ville hålla fram arbetslöshetsgapet mellan arbetslösheten och en skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten som en mycket mer tillförlitlig och transparent indikator på resursutnyttjandet som målvariabel.

Varför är arbetslöshetsgapet en bättre indikator än BNP-gapet. Jo, det är för att arbetslösheten är mer relaterad till välfärden. Bland det värsta som kan inträffa för ett hushåll är ju att en medlem förlorar arbetet. Det är också mindre revideringar av arbetslösheten och mindre mätfel. Det är inte lätt att skatta den långsiktigt hållbara arbetslösheten, men det är betydligt lättare än att skatta potentiell BNP. Den långsiktiga arbetslösheten ligger i ett begränsat intervall och är 5, 5,5, 6 eller kanske 6,5 procent. Den kan skattas och diskuteras i öppen debatt inom och utom Riksbanken, inklusive med Sveriges makro- och arbetsmarknadsekonomer. Finansdepartementet har ju gjort sin utmärkta analys och bedömning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten i nära samarbete med några av Sveriges främsta makro- och arbetsmarknadsekonomer.

En viktig sak är, fortsatte Svensson, att det är gapet relativt den långsiktigt hållbara arbetslösheten som är relevant som målvariabel för penningpolitiken. Varför det, kan man undra? Varför är det inte någon kortsiktig NAIRU eller någon kortsiktig slags jämviktsarbetslöshet som kan bestämmas utifrån rådande bristtal och lediga platser och andra kortsiktiga indikatorer. Jo, kortsiktig NAIRU är ju definitionsmässigt den arbetslöshetsnivå som för närvarande skulle medföra oförändrad inflation. Det betyder att

gapet mellan arbetslösheten och kortsiktig NAIRU är proportionellt mot förändringen i inflationen. Att då ha detta gap som en målvariabel som man önskar stabilisera runt noll innebär att samma sak som att försöka hålla inflationen oförändrad. Det innebär att man implicit inför ett mål att hålla inflationen stabil, allt annat lika. Varför skulle man det? Det är inte rimligt. Detta och relaterade frågor diskuteras utförligare i en uppsats som Svensson nämnde att han skulle presentera vid en konferens vid Brookings Institution i Washington, DC veckan efter det penningpolitiska mötet.

Svensson ställde sig sedan frågan varför han ville ha en räntebana som ligger på 2 procent fram till mitten av 2013 och sedan går upp till 3 procent vid prognosperiodens slut. Det framgår av diagram 7. Där redovisas denna räntebana och huvudscenariots räntebana och motsvarande prognoser för KPIF och arbetslösheten, under antagande om utländska räntor i enlighet med terminsräntor och Svenssons egen bedömning av den hållbara arbetslöshetsnivån på 5,5 procent. Denna nivå hade han motiverat tidigare. Den ligger nu mellan Konjunkturinstitutets skattning på drygt 6 procent och Finansdepartementets skattning på 5 procent.

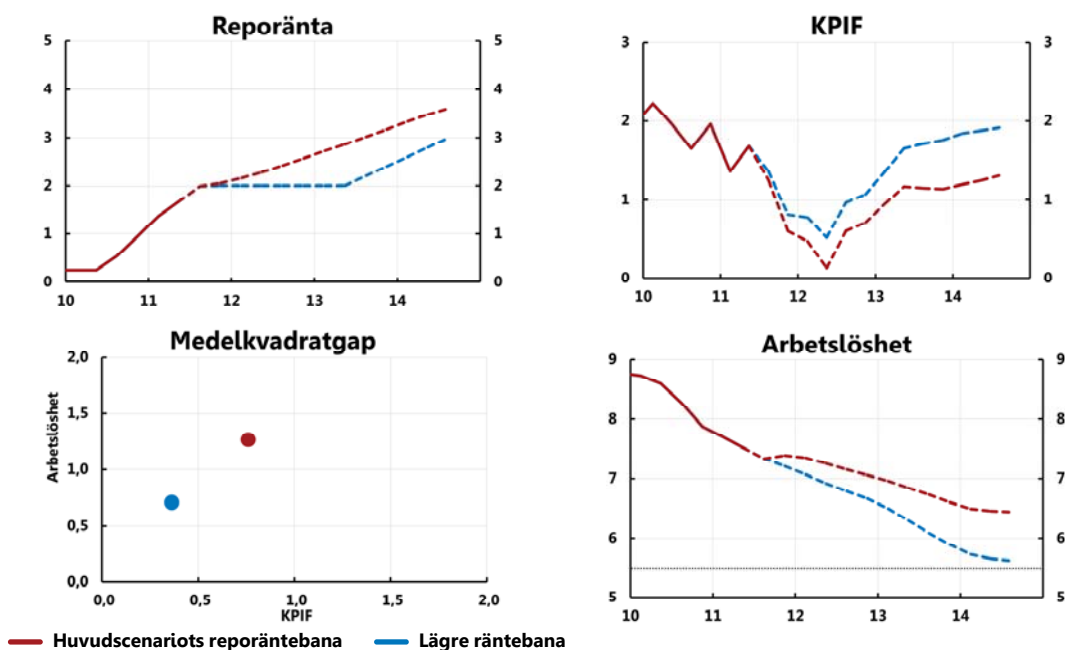
Svensson fortsatte med att säga att han som bekant anser att Finansdepartementet har den hittills bästa analysen av den långsiktigt hållbara arbetslöshetsnivån, men i väntan på fortsatt behandling av dessa frågor valde Svensson i sin bedömning ändå att ligga kvar ungefär mitt emellan dessa institutioner.

Som framgår av diagram 7 ger huvudscenariots räntebana under antagandet om lägre utländska styrräntor en KPIF-prognos ett gott stycke under 2 procent. En lägre utländsk räntebana ger med huvudscenariots räntebana en större räntedifferens till omvärlden och en starkare krona som drar ner inflationen. Den lägre räntebanan ger högre KPIF-inflation närmare målet och en betydligt lägre arbetslöshetsprognos närmare 5,5 procent. Måluppfyllelsen för både inflation och arbetslöshet blir avsevärt mycket bättre med den lägre räntebanan.

Noga räknat skulle måluppfyllelsen nog kunna bli ännu bättre om man tog i ännu mer, sänkte räntan nu och lät räntebanan ligga under 2 procent fram till mitten av 2013. Dock är det resurskrävande och det finns en del tekniska svårigheter som ännu inte är avklarade när det gäller att göra prognosberäkningar för räntebanor som ligger långt ifrån huvudscenariot och därefter bestämma vilken bana som är bäst. Denna räntebana innebär dock en väsentligt förbättrad måluppfyllelse jämfört med huvudscenariot, så den får duga denna gång. Efter närmare utredning inför mötet i oktober kan det mycket väl enligt Svensson vara bäst att sänka räntebanan. Men det får bedömas då.

Diagram 7. Penningpolitiska alternativ

Styrräntor i omvärlden enligt implicita terminräntor; hållbar arbetslöshet 5,5 %



Källor: SCB, Riksbanken och egna beräkningar

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** fortsatte diskussionen med att konstatera att vid det penningpolitiska mötet i juli var onekligen stämningläget i den svenska ekonomin annorlunda än idag. Då var den svenska ekonomin stadigt på väg uppåt i konjunkturen, även om det var lätt att se vissa risker. Nu har börsen och räntorna fallit, alla prognosmakare reviderar ner sina prognoser och hushållen och företagen har blivit långt mer pessimistiska i sina förväntningar om framtiden. Det kan man kalla en svart augustimånad.

Nu är det sannolikt inte så illa som tidningarna ibland kan ge intryck av. Färden från högkonjunktur till lågkonjunktur tar mer än en månad. Den insikten speglas också i de prognoser som publicerats under den senaste månaden. Den svenska ekonomin växer fortfarande, även om tillväxten inte ser ut att bli så kraftig som man trodde i början av sommaren. Den ökade oron handlar ju inte bara om vikande konjunkturer i omvärlden utan lika mycket om amerikanska och europeiska politikernas möjlighet att agera i skuggan av skuldskrisen. Men Sverige har drabbats, inte minst av börsfallet, som i sin tur bidragit till hushållens och företagens fallande förväntningar. Vikande tillväxt i USA och Europa ger också vikande marknader för svensk export.

Nyberg meddelade att han står bakom den analys och de prognosrevideringar som presenteras i den penningpolitiska uppföljningen. Mot denna bakgrund tyckte Nyberg att det är klokt att justera ned räntebanan på det sätt som föreslås och att därmed göra en paus i de planerade räntehöjningarna. Den låga underliggande inflationen ställer heller inte några omedelbara krav på räntehöjningar för att inflationsmålet ska uppnås. Hur lång pausen blir får direktionen anledning att återkomma till vid senare möten. Det beror i hög grad på vad som händer i Europa. Det gör att räntebanan känns mer än vanligt osäker ju längre fram i tiden man kommer. Men utgångspunkten för Riksbankens prognos är att

problemen inom euroområdet reds ut och att omvärldens förtroende för Europa gradvis återvänder. Under sådana betingelser kommer rimligen den svenska ekonomin att fortsätta att växa och Riksbanken kommer att få anledning att höja räntan ytterligare. En reporänta på två procent är trots allt fortfarande en låg ränta.

Kanske ska man påminna om att Sverige har ett gott utgångsläge när osäkerheten ökar. Sverige har goda statsfinanser till skillnad från många länder i Europa. Sverige har också ett stabilt och väl kapitaliserat banksystem, och även där skiljer Sverige sig från de flesta länder i Europa. Situationen är också väsentligt annorlunda än under hösten 2008. Då drabbades världens hela banksystem av en icke förutsedd likviditetskris med rötter i USA. Idag ser man utvecklingen av en väl förväntad skuldcrisis i delar av Europa. Det finns inget som talar för att den krisen behöver få ett liknande förlopp i banksystemen, framför allt inte i länder med goda statsfinanser.

Några ord om växelkursen. Mot bakgrund av Sveriges starka position relativt Europa (och kanske också jämförelsevis höga ränteläge) kunde man vänta sig att kronan skulle stiga i värde på liknande sätt som schweizerfrancen gjort. Kronan skulle kunna bli en säker tillflykt i orostider. Men kronan är en liten valuta som aldrig haft den status av världsvaluta som schweizerfrancen har. Den statusen får man inte heller över natten och i dagsläget ska man nog vara tacksam för det. Vad som händer med kronan är dock fortsatt viktigt att följa.

Nyberg sa sedan att han som vanligt ville avsluta med några reflektioner kring bostadsmarknaden. Marknaden för småhus och bostadsrätter förefaller att ha stabiliserats och priserna stiger inte på det sätt som de gjort under ett antal år. Bolånetak, höjda räntor och höstens tilltagande pessimism har sannolikt bidragit till detta. Oron för en överhettad bostadsmarknad har minskat, åtminstone för tillfället. När det gäller hushållens bostadsräntor förefaller de att ha stigit mer för de korta bindningstiderna än för de längre, vilket ibland tolkats så att bankerna höjt sina marginaler. Nyberg trodde att man ska vara lite försiktig med en sådan slutsats. Bolånen har ju alla en lång löptid, även om räntebindningen kan vara kort. De nya likviditetsreglerna för banker (och även bankernas egna erfarenheter från krisen) kräver att de i långt högre utsträckning än tidigare finansierar lång utlåning med lång upplåning. Och lång upplåning kostar i de flesta fall mer än kort upplåning. En del eller hela kostnaden för den "löptidspremien" måste rimligen föras över till bankernas låntagare. Det finns därför argument för att de korta bostadsräntorna kommer att förbli högre än låntagarna varit vana vid.

Vice riksbankchef **Karolina Ekholm** menade att den kritiska frågan när det gäller att bedöma utvecklingen i Sverige är som Barbro Wickman-Parak och Lars Nyberg varit inne på hur mycket svensk ekonomi påverkas av den svagare omvärldsutvecklingen, minskade förmögenhetsvärden till följd av fallande börskurser och vad som utifrån konfidensindikatorer tycks vara ett klart minskat förtroende bland de svenska hushållen och företagen.

I princip tyckte Ekholm att prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning när det gäller tillväxt och inflation verkar rimlig, även om hon i dagsläget ser mer nedåtrisk än uppåtrisk givet hur utvecklingen i omvärlden har sett ut under den allra senaste tiden. När det gäller förslag till reporäntebana så ansåg Ekholm dock att en flackare bana är att föredra. Ekholm ansåg att det finns utrymme för en ännu större nedrevidering av banan

för att motverka det fall i BNP-tillväxt och inflation som ligger i prognosen. Men Ekholm ställde sig bakom förslaget till oförändrad reporänta vid dagens möte.

En sänkt reporänta idag skulle visserligen också kunna motiveras, men Ekholm tyckte ändå att det är bättre att ligga still och vänta och se hur ekonomin utvecklas. I viss mån står det och väger just nu och liksom Barbro Wickman-Parak såg hon en möjlighet att svensk ekonomi inte påverkas riktigt så mycket av den oro som råder när det gäller utvecklingen i USA och övriga Europa som fallande konfidensindikatorer tyder på. Ekholms bedömning var att det är bättre att avvakta med eventuella räntesänkningar i ljuset av den stora osäkerhet som rådet just nu om vart den svenska ekonomin är på väg.

Samtidigt menade Ekholm att sannolikheten för att Riksbanken verkligen kan behöva sänka reporäntan längre fram i princip är lika hög som sannolikheten att Riksbanken skulle behöva höja den. Därför ansåg hon att en reporäntebana med en oförändrad reporänta den närmaste tiden är mer rimlig än en som stiger successivt. Dessutom ansåg Ekholm att en bana som slutar på en något lägre nivå än den som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning skulle utgöra en bättre avvägd penningpolitik. Liksom Svensson förordade hon en bana med en oförändrad reporänta fram till ungefär mitten av 2013 och sedan successiva höjningar upp till ca 3 procent i slutet av prognosperioden. Liksom vid de senaste beslutstillfällena ansåg Ekholm att det låga underliggande inflationstrycket – idag och under stora delar av prognosperioden – skapar utrymme för att penningpolitiken kan göras mer expansiv för att hålla uppe resursutnyttjandet och tillbaka arbetslösheten mer.

Ett centralt argument för hennes reservationer mot banan vid tidigare möten hade varit att den föreslagna banan implicerat höga räntedifferenser gentemot utlandet givet den prognos för utländska styrräntor som hon själv har tyckt varit rimlig och att det i sin tur implicerat en starkare växelkurs än i prognosen. Hon höll dock med Stefan Ingves och Lars Nyberg om att kronan tycks tillhöra den grupp av valutor vars värden pressas i perioder med marknadsoro. I sådana perioder tycks det finnas en tendens att placerare gör sig av med krontillgångar till förmån för tillgångar som uppfattas som mer likvida och behäftade med mindre risk. Perioder med marknadsoro är typiskt sett perioder med nedpressade räntor, som nu. Så Ekholm kunde tänka sig att ökade räntedifferenser gentemot omvärlden i dagsläget skulle förknippas med ett svagare apprecieringstryck på kronan än vad som skulle vara fallet i ett mer normalt läge.

Sammanfattningsvis sa Ekholm att hon ställde sig bakom förslaget till oförändrad reporänta på 2 procent, men inte bakom förslaget till reporäntebana. Liksom Lars Svensson förordar hon istället en bana där reporäntan förblir på 2 procent fram till mitten av 2013 och sedan stiger till 3 procent i slutet av prognosperioden.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** tog upp tre frågor, revideringarna av prognoserna, osäkerheten och penningpolitiken. Han avsåg dock sedan också kommentera Lars Svenssons inlägg. Öberg började med revideringarna. Den statistik som har kommit in under sommaren ligger i stort sett i linje med de tidigare prognoserna. Men mer framåtriktade indikatorer pekar på en snabb inbromsning andra halvåret, särskilt i industrin men mindre uttalat i tjänstesektorn. Detta tillsammans med den svagare internationella utvecklingen och turbulensen på de finansiella marknaderna gör att prognoserna för BNP-tillväxt, sysselsättning och inflation bör revideras ned ungefär på

det sätt som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Man kan kanske tycka att nedrevideringarna är små. Men redan i juli förutsåg Riksbanken en påtaglig avmattning av tillväxten och Riksbanken räknar nu med lägre räntor som stödjer återhämtningen.

Samtidigt är osäkerheten i prognoserna stor. Risken den här gången är nog främst att utvecklingen blir sämre än i huvudscenariot. Öberg fortsatte sedan med att säga att som han påtalat tidigare är revideringarna av prognoserna för omvärlden ganska små. Och även om bedömningen är en ganska svag BNP-tillväxt de kommande åren så kan Riksbanken naturligtvis ha en för positiv bild av utvecklingen och kanske särskilt av förbättringen på arbetsmarknaden. Öbergs erfarenhet var att man inte bör ändra prognoser så mycket till följd av utvecklingen enskilda månader. Om det visar sig att det blir mer bestående förändringar så kommer Riksbanken att ha goda möjligheter att revidera prognoserna mer vid senare möten.

Öberg fortsatte sitt inlägg med sin syn på penningpolitiken. Vid det förra penningpolitiska mötet i början av juli trodde han att reporäntan skulle komma att behöva höjas vid alla tre möten i höst, särskilt om statsskuldproblemen i euroområdet visade sig kunna hanteras utan påtagliga negativa effekter på de finansiella marknaderna. Men utvecklingen sedan dess har gjort att Öberg nu har ändrat sig. Statsskuldproblemen har lett till turbulens på de finansiella marknaderna, fallande börskurser och ökad osäkerheten om framtiden. De risker för en högre inflation, som Öberg såg vid det förra penningpolitiska mötet har inte heller materialiserats. Inflationen i juli var marginellt lägre än Riksbanken då räknade med och prognoserna för inflationen har reviderats ner. Priserna på energi och råvaror på världsmarknaden har fallit. Det håller nere inflationen. Den lägre KPI-inflation som nu prognosticeras minskar dessutom risken för att inflations- och löneförväntningarna blir för höga. Arbetsmarknaden går in i ett lugnare skede. Det minskar risken för att trycket på arbetsmarknaden leder till för höga löneökningar. Prognosen för timlönernas ökningstakt har också reviderats ner något. Men avgörande för hur det blir är de avtalsförhandlingar som kommer att genomföras i höst och vår.

Öbergs bedömning var mot denna bakgrund – nedreviderade prognoser och risk för en sämre utveckling – att Riksbanken bör ta en paus i räntehöjningarna under hösten. Öberg uppgav att han därför står bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på 2 procent och den nedreviderade räntebanan. Räntebanan innebär att det finns cirka 50 procents sannolikhet att Riksbanken höjer räntan i oktober eller december. Det tyckte han i dagsläget är en rimlig bedömning. Samtidigt måste både Riksbanken och allmänheten vara medvetna om att reporäntan fortfarande är låg och att den på sikt kommer att behöva höjas till en mer normal nivå.

Öberg kommenterade därefter Lars Svenssons inlägg. Inflationstrycket är för närvarande ganska lågt. KPI-inflationen var 1,6 procent i juli. Men KPI-inflationen är ingen målvariabel. Det är därför inget självändamål att hålla KPI-inflationen nära 2 procent under prognosperioden. KPI-inflationen kan istället ses som en av flera indikatorer på var KPI-inflationen är på väg på längre sikt. Med nuvarande prognoser beräknas KPI-inflationen stiga till cirka 2 procent mot senare delen av prognosperioden. Det indikerar att KPI-inflationen på sikt stabiliserar sig på 2 procent, vilket är målet för penningpolitiken. Det talar för att den föreslagna inriktningen av penningpolitiken är väl avvägd.

Öbergs bedömning var dessutom att resursutnyttjandet för närvarande i stort sett är normalt. BNP-gap, timgap och RU-indikator ligger alla nära noll och kapacitetsutnyttjandet i industrin ligger på en normal nivå. Även under prognosperioden beräknas resursutnyttjandet vara i stort sett normalt eller något över normalt. Arbetslösheten är visserligen fortfarande relativt hög, men bristen på arbetskraft är också hög. Det indikerar att resursutnyttjandet av arbetskraften också ligger på en ganska normal nivå. Det talar också för att penningpolitiken är väl avvägd.

Det är riktigt som Svensson säger att det är svårt att uppskatta potentiell BNP och BNP-gap. Men det är också svårt att uppskatta den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Att resursutnyttjandet är i stort sett normalt nu, på det sätt som BNP-gapet visar, stöds av andra mått som baserar sig på data från konjunkturbarometern, till exempel kapacitetsutnyttjandet i industrin. Det är mått som inte kräver några komplicerade beräkningar utan går att läsa av direkt i statistiken.

Öberg trodde också att administrationen i USA har överskattat den potentiella nivån på BNP, vilket har lett till att man tror att de statsfinansiella problemen till stor del kommer lösa sig av sig självt genom en hög BNP-tillväxt. Öberg trodde mer på att finanskrisen kommer att följas av en utdragen period av relativt låg tillväxt och att man kommer att få revidera ner skattningen av potentiell BNP.

Osäkerheten i prognoser och modellberäkningar talar för att man inte bör basera sina bedömningar enbart på väntevärden för prognoserna. Konfidensintervallen runt dessa väntevärden är mycket breda. Om man skulle rita ut 90-procentiga konfidensområden kring prickarna i Svenssons diagram 3 och 7 så skulle de bli så stora att det skulle framstå som märkligt att med bestämdhet hävda att en prick är bättre än en annan. Goodhart och Rochet skriver också i sin utvärdering av den svenska penningpolitiken att denna typ av diagram överdriver säkerheten vid jämförelser av olika alternativ.

För Öbergs del spelar det också roll att räntan för närvarande är låg och att den på sikt bör höjas till en mer normal nivå. Låga räntor under långa perioder leder till problem som är svåra att fånga i prognoserna. Ingves var inne på det tidigare. Öberg tyckte också att en jämnare profil på räntebanan är bättre än en som varierar kraftigt över tiden. Båda dessa faktorer bör man väga in vid valet av räntebana. Öberg sa att det här har han tidigare utvecklat i ett offentligt tal³.

Riksbankschef **Stefan Ingves** underströk att osäkerheten är stor och prognosläget svårt och han delar bedömningen av den svenska ekonomin som den beskrivs i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Han står bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och den reporänteprognois som presenteras. Det faktum att svensk ekonomi är ganska långt ifrån normalmodellvärlden ändrar inte den slutsatsen. I Sverige var återhämtningen direkt efter finanskrisen bättre än i många andra utvecklade ekonomier. Nu påverkas den svenska ekonomin av den nya inbromsningen i omvärlden och den finansiella oron främst via effekter på utrikeshandel och förmögenhetsutveckling. Tillväxten väntas bromsa in och bli lägre under det närmaste året än i förra prognosen. En del av effekten fångades in redan i juliprognoserna och därför behöver prognosen inte justeras ned så mycket. BNP-tillväxten bedöms sedan bli bättre igen 2013. Sverige

³ Svante Öberg: "Min syn på penningpolitiken 2006-2011", mars 2011.

bedöms få en tillväxt ganska nära en genomsnittlig tillväxt under prognosperioden. Olika indikatorer både i Sverige och internationellt pekar mot samma slutsats, och Ingves höll med Barbro Wickman-Parak, Lars Nyberg och Svante Öberg i deras bedömningar.

Sammantaget bedöms nu resursutnyttjandet vara ganska nära normalt. Det stiger sedan litet långsammare än vad tidigare prognosticerades och bedöms vara normalt i slutet av perioden. Det är ingen enkel bedömning eftersom det finns många olika mått och inte minst är det svårt att sja om både framtida potentiell BNP och hur arbetsmarknaden fungerar framgent. För egen del trodde Ingves att det är svårt för penningpolitiken att finkalibrera de här variablerna. Skillnaden mellan inflationsmått är fortfarande rätt stor. KPI-inflationen är 3,3 procent, det vill säga högre än KPIF-inflationen som är 1,6 procent. Detta då KPI-inflationen beaktar räntehöjningarnas effekter på boräntorna. Inflationsprognosen är nedjusterad på grund av sämre omvärldsutveckling, lägre el- och oljepriser, samt ett lägre resursutnyttjande. Inflationen mätt med KPIF bedöms ligga under målet i år för att uppgå till 2 procent 2013, medan den nu höga KPI-inflationen väntas sjunka mot 2,5 procent. Där har det inte varit särskilt stora förändringar.

För att motverka försvagningen av ekonomin och den mer dämpade inflationsutvecklingen mätt med KPIF är det lämpligt att justera ned räntebanan. Det innebär att Riksbanken nu gör en räntepaus och skjuter framtida höjningar något framåt i tiden. Det innebär att realräntan förblir ganska låg i ett historiskt perspektiv. I den meningen är penningpolitiken fortsatt expansiv. Men det är idag extra viktigt att påpeka osäkerheten kring räntebanans läge och utformningen av prognostratten. Det gäller särskilt längre in i framtiden. Vid slutet av prognosperioden ligger 90 procent av sannolikhetsfördelningen för reporäntan mellan 0 och 7 procent. Det är en svår avvägning mellan kort och lång sikt. Det kan till exempel vara så att olika alternativa scenarier med sämre eller bättre utveckling är lika sannolika som huvudscenariot. Det innebär att prognoserna kan behöva kompletteras med värdeomdömen om hållbara nivåer på centrala variabler, t.ex. hushållens skuldkvot. Ingves slutsats var därför att räntebanan idag är ännu mer en prognos än ett löfte än den brukar vara. Den prognosen bygger på antagandet att skuldproblemen gradvis kommer att lösa sig och att vi samtidigt hemmavid får en normal löneutveckling. Gäller inte detta får man ompröva penningpolitiken längre fram.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ville göra ett par kommentarer. Svensson tog först upp en mer allmän fråga. Som alla vet har utländska och svenska avkastningskurvor skiftat ner avsevärt sedan i juli. Som de flesta vet spelar reporäntan och de allra kortaste räntorna under de närmaste två månaderna mycket liten roll, eller ingen roll alls, för ekonomin. Vad som spelar roll för beslut om investering och sparande och för tillgångspriser och växelkurser är räntor med längre löptider, ett par år och längre. Det vill säga, vad som spelar roll är marknadens hela avkastningskurva. Penningpolitiken verkar genom att påverka marknadens avkastningskurva.

I diagram 2 visar den blå kurvan den nuvarande faktiska marknadsavkastningskurvan. Den har skiftat ner ordentligt sedan i juli. Denna kurva har Svensson tidigare kallat den faktiska penningpolitiken, därför att den representerar penningpolitikens faktiska genomslag. Man kan också säga att kurvan avspeglar de faktiska finansiella förhållandena, där "finansiella förhållanden" är en översättning av den internationella litteraturens uttryck "financial conditions". Penningpolitiken verkar genom att påverka de finansiella

förhållandena. Noga räknat så innefattar de finansiella förhållandena också löptidsstrukturen för bostadslån, företagslån, bostadsobligationer och företagsobligationer, men han gick inte in på några detaljer.

Den röda kurvan i diagram 2 är den avkastningskurva som för närvarande är förenlig med huvudscenariots räntebana, det vill säga den avkastningskurva som skulle uppstå om räntebanan hade full trovärdighet och terminspremierna är normala. Denna avkastningskurva har jag tidigare kallat den avsedda penningpolitiken. Man kan också kalla den de avsedda finansiella förhållandena, eller bara de finansiella förhållanden som är förenliga med räntebanan.

I diagram 2 framgår det att en femårig marknadsränta är drygt 150 räntepunkter (nedjusterad med 30 punkter, en normal terminspremie). Men den femåriga ränta som är förenlig med räntebanan är ungefär 320 punkter, dvs. ungefär 170 punkter högre. Vad man ser är de finansiella förhållanden som är förenliga med räntebanan är dramatiskt mycket stramare än de finansiella förhållanden som marknaden nu implementerar. Tidigare under den värsta krisen gynnades den svenska ekonomin av att kronan försvagades kraftigt. För närvarande och faktiskt ända sedan början av 2010 gynnas den svenska ekonomin av att marknaden implementerar finansiella förhållanden och därmed ett faktiskt genomslag av penningpolitik som är mycket mer expansiva än de finansiella förhållanden som förenliga med räntebanan. Det tyckte Svensson var bra, och han hoppades marknaden fortsätter med det. Det skulle vara förödande för den svenska ekonomin om räntebanan blev trovärdig och femårsräntan steg med 170 räntepunkter.

Svensson fortsatte sedan med att säga att som han sa vid det förra penningpolitiska mötet och utvecklar närmare i den uppsats till Brookingskonferensen han har nämnt, att han tror att det faktum att den svenska ekonomin utvecklades bättre än väntat under det senaste året nog till betydande del kan ha berott på att marknaden implementerade finansiella förhållanden som var mycket mer expansiva än de som skulle varit förenliga med räntebanan. Som bekant har ju femårsräntan från februari 2010 till och med juli 2011 varit ca 85 räntepunkter lägre än nivån förenlig med räntebanan, och det har rimligtvis inneburit en avsevärd stimulans för den svenska ekonomin.

För att få en uppfattning om vilken effekt dessa skift i femårsräntor har på ekonomin menade Svensson att man kan försöka översätta dem till skift i styrräntan som har ungefär samma effekt på ekonomin. För USA brukar Federal Reserve använda en faktor på 4 när man översätter 10-årsräntor till Federal Funds Rate med ungefär samma effekt på ekonomin. Det vill säga 50 räntepunkter för en 10-årsränta (enligt mångas bedömning ungefär effekten av QE, de kvantitativa lättnaderna) motsvarar ungefär 200 punkter för Federal Funds Rate. För Sverige tyder en regression av femårsräntor på korta räntor att en faktor på mellan två och tre är lämplig för att översätta skift i femårsräntor till skift i reporäntor som har ungefär samma effekt på ekonomin. Det betyder att 85 räntepunkter lägre femårsränta, genomsnittet mellan början av 2010 och sommaren 2011, skulle ha ungefär samma effekt på den svenska ekonomin som en sänkning av reporäntan på mellan 175 och 250 punkter. Den 170 punkter lägre femårsränta som vi observerar just nu vid detta penningpolitiska möte skulle alltså enligt detta sätt att räkna ha ungefär samma effekt på ekonomin som en sänkning på 350 till 500 punkter av reporäntan. Detta är onekligen svindlande höga siffror. Om detta standardsätt är rätt sätt att räkna är det inga små saker och inga små effekter. Det här förtjänar att redas ut ordentligt.

Svensson ville kommentera några frågor som Öberg tagit upp i sitt tidigare inlägg. När det gäller frågan om KPI och KPIF som målvariabel så är Svenssons bestämda uppfattning att man ska inte hoppa fram och tillbaka mellan olika index och ibland hänvisa till det ena och ibland till det andra. Då kan man motivera både det ena och det andra i penningpolitiken. För att det ska bli ordning på penningpolitiken bör man hålla sig till ett index. Då är det bättre att konsekvent använda KPIF och i penningpolitiken bortse från de direkta effekterna på KPI som ränteändringarna ger upphov till. Det innebär bara att man stabiliserar KPI på litet längre sikt.

Svensson kommenterade också resursutnyttjandet och de indikatorer som pekar på att det nu är nära normalt. Dessa indikatorer ger ungefär samma intryck som produktionsgapet. Produktionsgapet är med hänsyn till hur potentiell BNP skattas inte någon tillförlitlig indikator och ger för närvarande en bias mot för högt resursutnyttjande. De övriga indikatorer som Öberg nämnde mäter i stort sett kortsiktigt "slack" i ekonomin, ungefär som den kortsiktiga NAIRU som jag hänvisade till. Det vill säga de är främst indikatorer på inflationstrycket. Men det som är relevant för resursutnyttjandet som målvariabel är resursutnyttjandet i förhållande till en långsiktigt hållbar nivå. Enligt Gröna skriften och sammanfattningen i början av varje penningpolitisk rapport gäller det ju att "stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara nivåer". Det innebär att stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå, inte runt en kortsiktig NAIRU. Det är arbetslöshetsgapet till den långsiktigt hållbara nivån som är den relevanta målvariabeln. Inom parentes, när det gäller skattningen av potentiell BNP med produktionsmetoden så används för närvarande såvitt Svensson förstod den faktiska kapitalstocken. Men det borde vara den långsiktigt hållbara kapitalstocken.

Svensson tog också upp Öbergs tidigare inlägg om osäkerhet och penningpolitik och hänvisade till Goodhart och Rochets utvärdering. Där ger de intrycket att en stor osäkerhet medför att penningpolitiken inte spelar någon större roll, att det inte spelar så stor roll vilken räntebana man väljer, att effekterna av penningpolitiken är obetydliga vid sidan om ("dwarfed" är det ord de använder) den stora osäkerhet som finns. Detta är ett stort fel och en stor missuppfattning. Stor osäkerhet är inget skäl att luta sig tillbaka, att inte bedriva så bra penningpolitik som möjligt, att inte göra sitt bästa.

Hur penningpolitiken bör bedrivas under osäkerhet är noggrant utrett och väl känt i den internationella litteraturen, påtalade Svensson. När det gäller exempelvis måluppfyllelsen för inflationen så kan den realiserade måluppfyllelsen mätas med de kvadrerade avvikelserna av inflationen från målet. Denna term kan uppdelas i två. Den första termen är den kvadrerade avvikelsen av väntevärdesriktiga inflationsprognosen från målet. Den andra är de kvadrerade prognosfelen, de kvadrerade avvikelserna av inflationsutfallet från väntevärdesprognosen. Den senare är den term som motsvarar osäkerheten. Dess varians är variansen för prognosfelen. Denna varians kan ibland vara stor, ibland mindre stor, beroende på osäkerheten i ekonomin. I princip är den oberoende av penningpolitiken. Penningpolitiken kan i regel inte göra något åt osäkerheten. Det som penningpolitiken kan göra något åt är den första termen, kvadraten på väntevärdesprognosens avvikelser från målet. Det är den termen som representeras av medelkvadratgapet. Den blir minst när penningpolitiken avvägs så väntevärdesprognosen ligger på målet.

Måluppfyllelsen består alltså av två additiva och normalt oberoende termer. Den första, medelkvadratgapet, kan penningpolitiken påverka. Den andra, kvadraten på

prognosfelen, kan normalt penningpolitiken inte påverka. Att den andra termen ibland är stor och ibland mindre stor är inget skäl till att inte minimera den första termen och på så sätt sammantaget uppnå bäst måluppfyllelse. Oavsett om osäkerheten är stor ska man alltid göra sitt bästa i penningpolitiken. Det är att minimera medelkvadratgapen. Det är genom att bedriva penningpolitik på ett bra sätt oavsett om osäkerheten är stor eller liten som inflationsmålspolitik blivit en sådan succé under de senaste två decennierna.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** anknöt till diskussionen om inflation mätt med KPI kontra inflation mätt med KPIF. Hennes bedömning att en lägre reporäntebana än den som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning är att föredra bygger på att hon fokuserar på prognosen för KPIF-inflationen snarare än KPI-inflationen. Hon förklarade att hon ansåg att det är mer relevant att fokusera på KPIF-inflationen på kort sikt, men menade att det kan finnas situationer när en hög KPI-inflation kan utgöra ett problem. Men i så fall handlar det om att en hög KPI-inflation riskerar att leda till höga inflationsförväntningar som sedan påverkar den faktiska inflationen, framför allt via höga löneökningar. Ekholms uppfattning var dock att det i dagsläget inte fanns någon större risk för ett sådant scenario. Givet det rådande läget i ekonomin trodde hon inte att den relativt höga KPI-inflationen skulle leda till höga inflationsförväntningar och hon trodde att avmattningen i konjunkturen skulle ha en dämpande effekt på de löneökningar som man kommer överens om i de stundande avtalsförhandlingarna.

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

Han sammanfattade därefter, i egenskap av mötets ordförande, den penningpolitiska diskussionen med att de flesta står bakom prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen, men att det föreligger vissa nyansskillnader. Det råder också en enighet att hålla reporäntan oförändrad och att en majoritet står bakom den föreslagna prognosen för reporäntan.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen onsdagen den 7 september 2011 kl 9:30,

att lämna reporäntan oförändrad på 2,0 procent och att detta beslut

- tillämpas från och med tisdagen den 13 september 2011,
- att onsdagen den 7 september 2011 kl 9:30 offentliggöra besluten ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 20 september 2011 kl 9:30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm och vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig däremot mot räntebanan i den penningpolitiska uppföljningen.

De förordade en räntebana som ligger kvar på 2 procent till och med mitten av 2013 och sedan stiger till en nivå på 3 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av deras bedömning att uppföljningens prognoser för utländska styrräntor och svenskt resursutnyttjande båda är för höga. Den av Ekholm och Svensson förordade räntebanan leder enligt dem då till en KPIF-inflation närmare 2 procent och en snabbare minskning av arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg