



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

# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 5

DATUM: 2011-10-26

MÖTESTID: 09.00

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

Sven-Erik Österberg, fullmäktiges vice  
ordförande

Sigvard Ahlzén  
Carl-Johan Belfrage  
Claes Berg  
Charlotta Edler  
Heidi Elmér  
Eric Frieberg  
Johannes Forss Sandahl (§ 1)  
Ann-Christine Högberg  
Per Jansson  
Hanna Larsson (§ 1)  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Mattias Persson (§ 1)  
Ulf Söderström  
David Vestin  
Staffan Viotti  
Magnus Wiberg

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Magnus Wiberg skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

### **§ 1. Den ekonomiska utvecklingen**

Hanna Larsson från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Marknadsutvecklingen i oktober har präglats av en något mindre oro och volatilitet än i september. På aktiemarknaderna har utvecklingen varit lugnare och något starkare i oktober då många svenska företag presenterat relativt goda kvartalsrapporter, även om det varnats för att effekter i form av en lägre efterfrågan kan uppstå framöver. Sedan i september har index för aktier i den

finansiella sektorn haft ungefär samma utveckling som bredare index. Efter en försvagning under den mer oroliga septembermånaden har kronkursen stärkts något under oktober. De penningpolitiska förväntningarna, enligt såväl enkätsvar som terminsprissättningen, har skiftat ned något på kort sikt sedan det penningpolitiska mötet i september. Prissättningen återspeglar en förväntad reporäntenivå på 1,75 procent vid årsskiftet, det vill säga sammantaget en sänkning på 25 punkter under årets återstående penningpolitiska möten, inklusive detta.

Johannes Forss Sandahl från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten med fokus på den statsfinansiella oron i Europa. En stödutbetalning från EU och IMF till Grekland beräknas genomföras i början av november. Riskpremierna – mätt som skillnaden mellan tremånaders interbankränta och förväntad dagslåneränta – i USA, euroområdet, Storbritannien och Sverige ligger fortfarande på höga nivåer. En dekomponering av den senaste tidens riskpremie för eurosystemet visar att kreditrisken överstiger likviditetsrisken, till skillnad från förhållandena under finanskrisen 2008-2009.

Statsskuldproblemen i euroområdet har lett till att situationen i delar av Europas banksektor har blivit alltmer ansträngd. Till exempel har vissa banker där drabbats av svårigheter att låna pengar. Osäkerheten har lett till att kreditvärderingsinstitut nedgraderat kreditbetygen för en rad italienska och spanska banker. Moody's har nedgraderat Spaniens kreditbetyg med två steg och dessutom sagt att Frankrikes kreditbetyg kan vara hotat.

Per Jansson, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Han noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 10, 11 och 17 oktober. På ett möte med direktionen den 20 oktober bordlades texten. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har det kommit ny statistik för bland annat BNP, arbetslöshet och inflation.

BNP för andra kvartalet i år reviderades ned något. Arbetslösheten var 7,2 procent i september, vilket var något lägre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september. Den lägre tillväxten i omvärlden framöver bedöms komma att påverka svensk exportmarknadstillväxt och därmed svensk BNP negativt. Förbättringen på arbetsmarknaden bromsar därför nu in. Resursutnyttjandet är i nuläget något lägre än normalt, men normaliseras under senare delen av prognosperioden i takt med att tillväxten ökar. Inflationen mätt med KPI och KPIF var 3,2 respektive 1,5 procent i årlig procentuell förändring i september, vilket var i linje med prognosen. KPIF-inflationen stiger successivt och når 2 procent mot slutet av prognosperioden. KPI-inflationen, som påverkas av Riksbankens räntehöjningar, är fortsatt högre och uppgår till 2,6 procent under 2014. Reporäntan höjs enligt prognosen successivt till 3,5 procent i slutet av 2014.

Förtroendeindikatorerna har fortsatt att falla till och med september. Inköpschefsindex ligger nu under de nivåer som förknippas med tillväxt i tillverkningsindustrin såväl i Sverige som i omvärlden, medan Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer indikerar en inbromsning av tillväxten.

Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september förväntas tillväxt, inflation och styrräntor i delar av omvärlden att bli lägre. Detta beror på en intensifierad oro för statsskuldproblemen i euroområdet, som medfört att en större vikt läggs på den nedåtrisk som fanns med i den penningpolitiska uppföljningen i september. Arbetslösheten i Sverige är uppreviderad för 2013 och delar av 2014. Inflationen är något nedreviderad under prognosperioden trots att kostnaden för arbetskraft ökar. Detta beror på lägre energipriser och en svagare ekonomisk utveckling i omvärlden. Enligt innevarande prognos förväntas reporäntan höjas i något långsammare takt. Jämfört med i den penningpolitiska uppföljningen i september ligger prognosen för reporäntan nu 0,3 procentenheter lägre i slutet av 2012 och 2013. Bakom prognosen ligger antagandet att

tillräckliga finanspolitiska åtgärder vidtas i euroområdet och att förtroendet bland hushåll och företag gradvis återvänder.

## § 2. Konjunktutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att förklara att hon i stort sett delar synen på utvecklingen i omvärlden som den presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Rapporten innebär en ytterligare nedrevidering av tillväxtutsikterna, även om det är en mindre nedrevidering än den som gjordes inför det penningpolitiska mötet i september. Nedrevideringen har framför allt att göra med att det verkar allt mindre sannolikt att problemen förknippade med svaga statsfinanser i euroområdet får en snabb och relativt smärtfri lösning. Huvudscenariot bygger fortfarande på antagandet att man lyckas hantera de akuta problemen och att man undviker en regelrätt bankkras, vilket är rimligt. Men som betonas i utkastet till penningpolitisk rapport så finns det grundläggande strukturella problem som knappast kan få någon snabb lösning. Länder som Grekland, Portugal och Spanien har haft en utveckling med successivt försämrade konkurrenskraft under en rad år via högre löne- och prisökningar än genomsnittet i euroområdet. Liksom i de baltiska staterna har man haft en tendens att se de höga löne- och prisökningarna som en naturlig del i en konvergensprocess där dessa länder blir alltmer lika länder som Tyskland. Men de har inte haft den produktivitetsutveckling som skulle motivera en sådan konvergens när det gäller löner och priser. Liksom de baltiska länderna behöver länderna i södra Europa genomföra någon form av intern devalvering för att återställa sin konkurrenskraft. Det är inte lätt, men inte omöjligt, vilket erfarenheterna från till exempel de baltiska staterna visar. Men det kommer att ta tid och det kommer att vara impopulärt.

Hon påpekade att antagandet att man lyckas hantera de mest akuta problemen hade varit lättare att motivera om resultatet från kvällens möte mellan stats- och regeringschefer inom EU varit känt. Nu vet man inte om detta möte kommer att resultera i beslut som minskar eller ökar den marknadsoro som observerats under senare tid. Även om hon inte tyckte att man ska fästa så mycket vikt vid vad man åstadkommer vid ett enskilt toppmöte så trodde hon att detta möte skulle kunna bli kritiskt för situationen på delar av den finansiella marknaden i euroområdet. Utan klart besked om hur man ska hantera banker som inte har tillräckligt med kapital så ansåg hon att det är svårt att tro att man kan undvika kraftiga störningar på de finansiella marknaderna.

Ekholm förklarade vidare att hon liksom vid tidigare möten har en annan uppfattning när det gäller prognosen för de utländska styrräntorna. De är återigen betydligt högre än marknadsförväntningarna utifrån implicita terminräntor på lite längre tidshorisonter. För Ekholm är det oklart på vilka grunder man skulle förvänta sig att de stiger betydligt snabbare än vad marknadsprissättningen indikerar. Möjligen kan man hävda att marknadsprissättningen tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig en betydligt sämre utveckling i omvärlden än vad som ligger i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport. En bana baserad på marknadsprissättningen är inte helt olik TCW-räntan i scenariot med utdragen statsskuldskris, även om den stiger något brantare. Men det är fortfarande så att det ansträngda statsfinansiella läget i USA och stora delar av Europa tyder på att penningpolitiken kommer att behöva vara mer expansiv än vad som normalt är fallet i ett givet konjunkturläge för att kompensera för finanspolitiska åtstramningar. Mot den bakgrunden förklarade Ekholm att hon återigen reserverar sig mot just denna komponent av omvärldsprognosen.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** menade att utvecklingen i Europa för närvarande är bekymmersam. Som Ekholm sa så möts EU:s stats- och regeringschefer idag för att diskutera och förhoppningsvis fatta beslut om åtgärder för att börja komma tillrätta med de alltför stora underskotten i de offentliga finanserna och för att stabilisera utvecklingen på de finansiella marknaderna. Men det är oklart hur det kommer att gå och än mindre klart hur marknaderna kommer att reagera efter mötena. Det talar för att idag sitta stilla i

båten när det gäller penningpolitiken. De närmaste veckorna får utvisa om åtgärderna lyckas vända utvecklingen i en mer positiv riktning eller om krisen fördjupas.

Utvecklingen i USA är också bekymmersam. De offentliga finanserna är egentligen ett ännu större problem i USA än i euroområdet som helhet. Underskottet är mycket större och beslut har fattats om utgiftsdrivande reformer. Erfarenheterna av tidigare finanskriser tyder dessutom på att utvecklingen av produktion och sysselsättning kan bli svagare än normalt under en längre period. Det gör det än svårare att hantera underskottet i de offentliga finanserna och att få ner den höga arbetslösheten.

Men Öberg tyckte ändå att bilden av den internationella ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport är rimlig. I både USA och euroområdet innebär huvudscenariot en tillväxt nästa år, men bara en svag sådan. Den är dessutom lite svagare än enligt prognoserna vid det senaste penningpolitiska mötet i början av september. Prognoserna för BNP-tillväxten i USA och euroområdet har reviderats ned nästa år med 2 respektive 4 tiondels procent.

Men för världen som helhet ser det inte lika dystert ut. Nedrevideringen av BNP-tillväxten nästa år är bara en tiondels procent och prognosen innebär fortfarande en relativt hög BNP-tillväxt på 3,8 procent. Det beror naturligtvis på att det går bättre i tillväxt- och utvecklingsländerna. De svarar tillsammans för i stort sett hälften av världens BNP. I sin senaste World Economic Outlook räknar IMF med en BNP-tillväxt på drygt 6 procent 2012 i dessa länder. Kina beräknas till exempel växa med 9 procent och Indien med 7,5 procent.

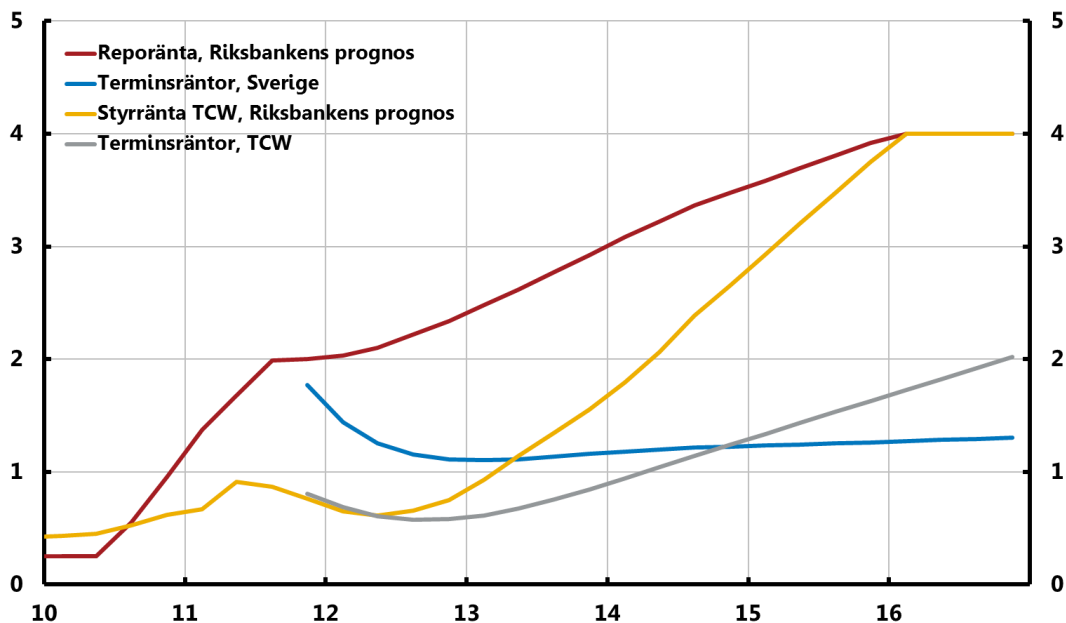
Det är också en stor skillnad mellan prognoserna för 2012 och hur det såg ut 2009. Nu innebär prognosen alltså en BNP-tillväxt på 3,8 procent för världen som helhet 2012, medan BNP föll med 0,7 procent 2009. Det kan naturligtvis vara för optimistiskt, vilket var fallet i oktober 2008 när prognosen innebar en BNP-tillväxt i världen på 2,9 procent 2009. Om det visar sig vara lika fel denna gång så behöver penningpolitiken anpassas därefter.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** framhöll att när det gäller synen på utvecklingen för inflation och BNP i omvärlden som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport så är han mer pessimistisk om realekonomin. Han befarar att det är mindre sannolikt att skuldskrisen i Europa löses på ett någorlunda bra sätt och effekterna på realekonomin av detta och finanspolitiska åtstramningar blir då mer negativa. Som han tidigare påpekat, och i likhet med vad Ekholm betonat, finns det problem med antagandet om utländska räntor och prognosen för utländska styrräntor. Som visades med ett diagram 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 en mindre skillnad 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 sedan några diagram för att illustrera sina resonemang. I diagrammen finns prognoser och bedömningar bortom den vanliga prognoshorisonten som Svensson själv gjort. I diagram 1 visar den gula linjen nuvarande prognos för TCW-viktade utländska styrräntor. Den grå linjen visar TCW-viktade implicita terminräntor, justerade med normala terminspremier, det vill säga 1 punkt per månad. Prognosen ligger 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 penningpolitisk rapport av dessa viktiga omständigheter, och det finns ingen motivering till denna höga prognos, trots att den har mycket stora konsekvenser för räntebanan.

### Diagram 1. Reporäntebana, terminsräntor och prognos för TCW-vägd styrränta, oktober 2011

Procent. Terminsräntor från 19 oktober 2011

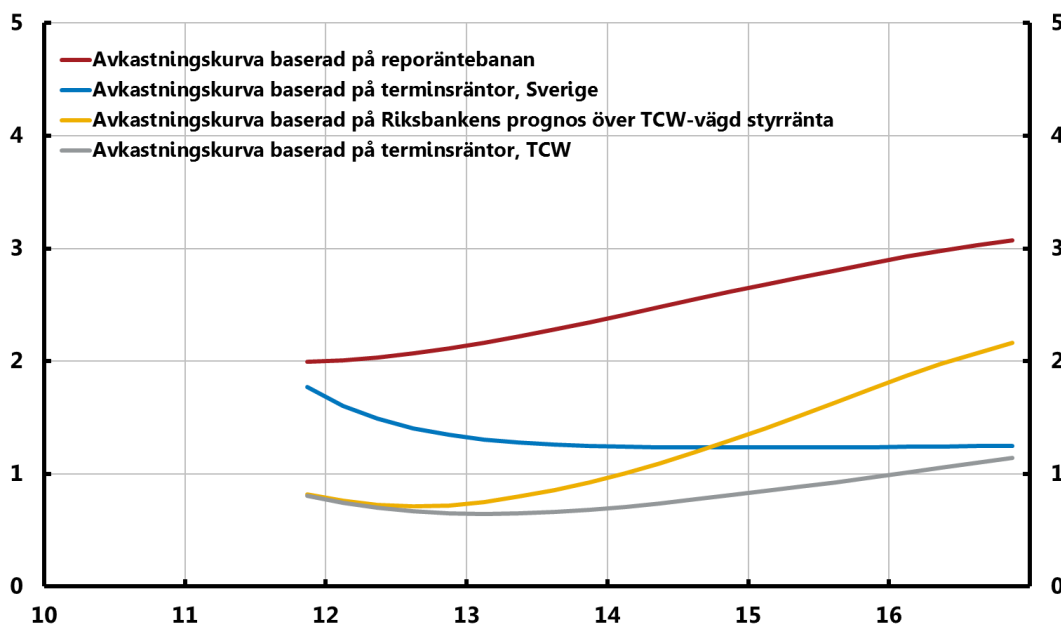


Källor: Nationella källor, Reuters EcoWin, Riksbanken och egna beräkningar

Prognosen för utländska räntor kan också uppfattas som ett antagande om och en prognos för utländska avkastningskurvor, det vill säga utländska räntor för olika löptider. I diagram 2 visar den grå kurvan den faktiska TCW-viktade utländska avkastningskurvan, närmare bestämt den som är förenlig med den utdragna terminsräntekurvan i diagram 1, medan den gula kurvan visar den utländska avkastningskurva som är förenlig med Riksbankens prognos för utländska styrräntor. En TCW-viktad femårig marknadsränta är ungefär 110 punkter. Riksbankens höga prognos för utländska styrräntor motsvarar en femårsränta som är 100 punkter högre. Svensson framhöll att man något förenklat kan säga att Riksbankens analys utgår från att utländska femårsräntor är 100 punkter högre än vad de faktiskt är.

## Diagram 2. Avkastningskurvor, oktober 2011

Procent. Terminsräntor från 19 oktober 2011



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

Svensson framhöll att det i detta sammanhang kan vara intressant att se vilken prognos för utländska terminsräntor som Norges Bank gjorde i sin senaste penningpolitiska rapport inför sitt penningpolitiska möte den 19 oktober. Där sa man att man inte hade några starka skäl för att utgå från en snabbare normalisering av utländska räntor än vad som kan utläsas av marknadsräntorna, det vill säga av terminsräntorna. Man betonade också att Federal Reserve signalerat att styrräntan kommer att ligga lågt länge. Norges Banks prognos för utländska styrräntor överensstämmer således med terminsräntorna.

Sammanfattningsvis hävdade Svensson 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 terminsräntor och sedan justera den utifrån en bedömning av penningpolitiken i euroområdet, Storbritannien och USA. Svensson framhöll att han flera gånger tidigare påpekat att det är viktigt att bevaka denna fråga och eventuella avvikelser från implicita terminsräntor bör vara välmotiverade och noggrant diskuterade eftersom de har stor effekt på den inhemska räntebanan.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** sa att utgångspunkten för det här penningpolitiska beslutet är densamma som vid det penningpolitiska mötet i september i bemärkelsen att det inte finns några överenskommelser om lösningar på de akuta problemen i euroområdet. De olika beståndsdelarna i en lösning förefaller givna, men den tekniska konstruktionen är komplicerad och politiskt svårmanövrerad när det ytterst handlar om vilka krav som ska ställas på problemländerna och varifrån pengarna ska komma. Det här är en politisk kris vars lösning man bara kan avvakta. Ett avgörande ska förhoppningsvis ligga nära i tiden.

För den internationella tillväxten är också riskerna i euroområdet nu mer akuta än vad de till exempel är för USA. Redan i tidigare prognoser har det förutsetts en modest tillväxt i euroområdet nästa år. I somras väntades BNP öka med drygt en och en halv procent men med nedrevideringarna i september och i det utkast till penningpolitisk rapport som nu föreligger väntas den bara bli drygt en halv procent. Det är en ganska stor nedskrivning på kort tid. Förutsatt att krisen inte leder till en drastisk kreditstramning borde inte tillväxtprognosen vara orimlig.

För USA har prognosen för tillväxten justerats ned successivt sedan i våras. Denna gång handlar det bara om en neddragning med ett par tiondels procentenheter för nästa år så att tillväxten stannar en bit under 2 procent. Det är ungefär samma tillväxt som innevarande år. I båda fallen är tillväxten cirka en procentenhet lägre än i prognoserna som gjordes i våras.

USA har sina egna politiska problem att hantera även om de hamnat lite i medieskugga på grund av eurokrisen. Som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport måste stora åtstramningar till och oenigheten i kongressen skapa osäkerhet om hur det ska gå till. Väl medveten om de fortsatta problemen på bostadsmarknaden och den svaga arbetsmarknaden ville Wickman-Parak ändå, liksom vid det förra penningpolitiska mötet, notera att allt inte ser bekmörkt ut. Företagen har tjänat bra med pengar och den innevarande rapportperioden har så här långt inte inneburit några större besvikelser. Den konjunkturstatistik som kommit in den senaste tiden har i flera fall varit något bättre än väntat och ger åtminstone inte något stöd för en betydligt sämre utveckling än i huvudscenariot. Den realekonomiska kollaps som följde i spåren på den finansiella krisen 2008-2009 är i färskt minne och det är lätt att dra för stora paralleller. Det finns likheter men också skillnader mellan situationen då och läget idag. Det beskrivs förtjänstfullt i en särskild ruta i utkastet till penningpolitisk rapport.

Wickman-Parak sammanfattade sin bild av omvärldsutvecklingen med att tillväxten i USA och euroområdet det närmaste året inte blir något att yvas över men ändå är positiv, medan den blir fortsatt hög i tillväxtländerna även om den mattas av något. Hon förklarade sedan att hon ställer sig bakom den internationella prognosen såsom den presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Wickman-Parak noterade avslutningsvis att de successivt nedjusterade tillväxtprognoserna för omvärlden också innebär att förutsättningarna för svensk export bedöms bli sämre. Förra året ökade marknaden för svensk export med över 9 procent, i år beräknas den bli 5,5 procent för att de två närmaste åren krypa under 5 procent.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** påpekade att sedan det förra penningpolitiska mötet har situationen i Europa blivit sämre, inte bättre. Oron för hur man politiskt ska kunna lösa de statsfinansiella problemen i Grekland, och även i andra länder, har ökat. Till detta har kommit en insikt om att många europeiska banker saknar tillräckligt med kapital för att klara en nedskrivning av grekiska, och eventuellt andra, statsobligationer. Ett nytt paket har diskuterats intensivt de senaste veckorna och ska uppenbarligen behandlas på kvällens EU-toppmöte.

Nyberg tror emellertid inte att man ska förvänta sig att ett nytt paket löser alla problem, även om marknaden reagerat positivt på de rykten som cirkulerat. Under veckan har man diskuterat med bankerna en frivillig nedskrivning på minst 50 procent av deras grekiska tillgångar. Det är bra att man kommit så långt, men det är inte sannolikt att ens detta räcker för att ge grekerna en varaktigt stabil statsskuld. Nu har man uppenbarligen från trojkan bestående av EU, ECB och IMF godkänt en utbetalning på 8 miljarder euro i november, men därutöver behövs av allt att döma nya, inte planerade, program från Europa och IMF för att hantera kommande problem. Strejker och oförmåga att genomföra utlovade åtgärder har också undergrävt förtroendet för Greklands förmåga att hantera situationen. Mot denna bakgrund är det svårt att se hur investerarnas oro för ytterligare grekiska skuldnedskrivningar skulle försvinna. Och så länge den oron är kvar lär också investerarnas tveksamhet inför till exempel italienska statspapper kvarstå. Visserligen framstår Grekland som alltmer unikt, men det grekiska problemet måste lösas på ett trovärdigt sätt om den europeiska krisen ska kunna hanteras. Runt detta finns, som Nyberg ser det, ingen väg.

När det gäller bankerna i Europa bedömdes i samband med stresstestet i somras att de behövde ett kapitaltillskott på cirka 2,5 miljarder euro. Sedan dess har den fransk-belgiska banken Dexia, som var långt över de kritiska nivåerna i stresstestet, helt fått övertas av sina statliga ägare. Nu bedömer den europeiska tillsynsmyndigheten EBA, enligt uppgifter

i media, att närmare 110 miljarder euro behövs för att uppnå en tillfredsställande kapitaltäckning, åtminstone tillfälligt, givet att bankernas hela innehav av europeiska statsobligationer ska marknadsvärderas. Nyberg tror i och för sig att marknaden har överreagerat när man börjat tvivla på att Italien och Spanien ska betala sina skulder, men det visar ändå hur stor misstron har blivit mot den politiska processen för krishantering i Europa.

Hur bankernas kapitalbehov ska tillfredsställas är emellertid långt ifrån klart. Att bli överens om ett kapitalkrav på 9 procent, en siffra som också figurerat i media, är en sak, att bli överens om vem som ska betala en annan. Bara ett fåtal av bankerna lär kunna få kapital från den privata marknaden. Resterande lär på ett eller annat sätt få tillskjutas av skattebetalarna i respektive land där det är möjligt – eller av en gemensam europeisk fond, om nu man kan bli överens om hur detta ska gå till. Och detta gäller bara behovet av riskkapital. Utöver riskkapital behöver bankerna låna långt större belopp om de inte ska tvingas att snabbt strypa sin utlåning, vilket naturligtvis vore synnerligen olyckligt när den reala tillväxten av andra skäl är svag. Här kommer sannolikt skattebetalarna att få ställa upp med garantier, precis som skedde under krisen 2008. Inte i alla länder, men i många.

Kontentan av detta menade Nyberg är att det sannolikt blir värre innan det blir bättre. Han underströk dock att han givetvis hoppas att han har fel. Men den politiska kraften att lösa de europeiska problemen förefaller ännu inte kunna mobiliseras. Krismedvetenhet och väljarstöd är svaga och meningsmotsättningarna stora, både i stort och i smått. Och för varje presskonferens som innehåller mer ord än substans så minskar förtroendet för euron och även för EU. Dessutom förefaller en spricka ha uppstått mellan euroländerna och övriga EU-länder, vilket ytterligare försvårar en lösning. Även om marknaden då och då tror sig skymta en ljusglimt lär krisen pågå i många månader till. Nyberg bedömer att den "muddling through" som utgör Riksbankens huvudscenario för Europa kommer att ta tid. Han bedömer också att det finns en betydande risk för att svåra komplikationer tillstöter, till exempel i form av en oordnad utveckling av Greklandskrisen, eller i misslyckanden när det gäller de interna devalveringar som ett antal euroländer behöver göra.

Samtidigt ska man komma ihåg att tillväxten i världen i övrigt till stora delar – och det gäller även delar av Europa – är någorlunda hög. Den har visserligen mattats av, men är ändå förvånansvärt stark i jämförelse med den förväntningsbild som avspeglas i konsument- och inköpschefsenkäter. Företagen gör på många håll i världen goda vinster och orderböckerna visar långt ifrån den katastrofala utveckling som de gjorde under slutet av 2008. Nyberg avslutade med att konstatera att allt detta framgår väl i utkastet till penningpolitisk rapport och att han ställer sig bakom den analys som där presenteras.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sa att han delar synen på den internationella utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport. Stor osäkerhet råder till följd av den ansträngda statsfinansiella situationen i omvärlden. Återhämtningen blir mer utdragen än i förra bedömningen. I hög grad handlar det om politiska svårigheter att lösa de statsfinansiella problemen i USA och euroområdet.

Prognosen för USA har reviderats ned något. Hushållens och företagets framtidsförtroende har fallit och arbetslösheten är fortsatt hög. Samtidigt kan det finnas skäl att påminna om Rogoffs och Reinharts slutsatser baserade på ett stort urval av tidigare finansiella kriser i många länder. En sådan slutsats är att konjunkturnedgångar i samband med kriser ofta varar länge. Men så småningom når man ett läge när ekonomin äntligen vänder. I genomsnitt brukar arbetslösheten dröja sig kvar på höga nivåer i flera år – knappt fem – innan det vänder. Och huspriserna kan vara nedpressade ännu längre, cirka sex år. Men sedan brukar det vända. Nu har krisen i USA hållit på i cirka fyra och ett halvt år och allt är inte nattsvart. Företagens vinster är höga och hushållen håller på att sanera sina skulder. Det talar för en återhämtning i USA under prognosperioden, under förutsättning att inte framtidstron undermineras av alltför svaga statsfinanser.



I Europa blir tillväxten svag i många länder under det närmaste året. Men det är stora skillnader mellan södra och norra Europa. Utvecklingen i Sverige och några av våra grannländer, Danmark undantaget, är ganska god, liksom i Tyskland.

I tillväxtländerna, till exempel Kina och Indien, är tillväxten fortsatt snabb och inflationen hög även om en viss avmattning börjar noteras. Tillsammans med utvecklingen i norra Europa bidrar det till att det blir relativt god BNP-tillväxt i världen som helhet, trots den svagare utvecklingen på andra håll.

I euroområdet påverkas utvecklingen särskilt av hanteringen av följande tre frågor: bankernas finansiering, bankernas behov av nytt kapital samt ländernas statsfinansier. När det gäller bankernas finansiering vid en likviditetskris har ECB både regelverk och verktyg. ECB är nu bättre förberedd på likviditetsproblem än när den finansiella krisen bröt ut, så det är svårt att se att en likviditetskris skulle behöva inträffa.

Det som framförallt behöver klaras ut i euroområdet gäller de institutionella regelverken för kapitaltillskott till banker och statsskuldproblemen. Hanteringen av dessa två områden påverkar varandra. Behovet av att kapitalisera banker påverkar statsfinanserna i de länder vars banker har exponeringar mot krisländerna. Statsfinanserna påverkar i sin tur i vilken grad det är möjligt att kapitalisera banker. När dammet lagt sig skulle det inte förvåna om den europeiska banksektorn både behöver omstruktureras och krympa. Huvudscenariot utgår ifrån åtgärder som löser de mest akuta problemen. Men det är av allt att döma en mer utdragen process att få till ett mer omfattande regelverk. Det betyder också att det framöver finns både goda och dåliga scenarier för utvecklingen i euroområdet. Vad utfallet blir kommer sannolikt att påverka den svenska penningpolitiken längre fram.

Ingves sammanfattade sedan diskussionen om konjunkturutsikterna i omvärlden med att direktionens ledamöter valt att lyfta fram olika delar i den bedömning som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Det förekommer vissa variationer i graden av pessimism angående omvärldsutvecklingen. Bedömningarna i stort skiljer sig dock endast åt beträffande utvecklingen av de utländska styrräntorna, som två av ledamöterna räknar med kommer att stiga i en långsammare takt än i huvudscenariot.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** kommenterade Ingves observation att man i USA nu några år efter fastighetskrisen kommit ganska långt i att hantera den "balansräkningsrecession" som drabbat framför allt hushållen. I en sådan recession är ju inte penningpolitiken så effektiv, eftersom hushållen vill betala av sina skulder och få ordning på sina balansräkningar innan de börjar öka sin konsumtion igen. Många europeiska länder är däremot bara i början av den processen och dessutom är även företag och banker högt skuldsatta. Det talar för att anpassningen tar tid.

Nyberg höll också med Ingves om att centralbankerna är väl förberedda för en kris och att bankerna inte ska behöva få någon akut brist på likviditet vid en kris. Men bankerna behöver kunna finansiera sig långfristigt utanför centralbankerna, annars kommer inte kreditförsörjningen att fungera i alla fall. Därför måste förtroendet för banksystemet i Europa stärkas, och det sker bäst genom tillförsel av nytt kapital.

I frågan om användningen av implicita terminsräntor som mått på marknadsförväntningar sa Nyberg att han inte tror att terminsräntekurvorna innehåller den information som de gjorde för några år sedan. Det går därför inte att luta sig mot dem på samma sätt som tidigare varit möjligt vid utformningen av penningpolitiken. Nyberg tror inte att han är ensam bland centralbanksföreträdare i världen om att känna en sådan ökad osäkerhet. Han hänvisade sedan till vad han sagt under tidigare möten för mer utvecklade resonemang bakom hans ståndpunkt.

**Christina Nyman** från avdelningen för penningpolitik redogjorde för just inkommen handelsstatistik för september som pekade på en starkare export och en något svagare import än i prognosen. Det innebär ett något bättre handelsnetto än väntat, vilket pekar mot en något högre BNP. Samtidigt som en stark export ger en positiv bild av

omvärldens efterfrågan indikerar en svag import en svag inhemsk efterfrågan. Den preliminära bedömningen är att utfallet kan sägas vara neutralt för bilden av BNP-utvecklingen.

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

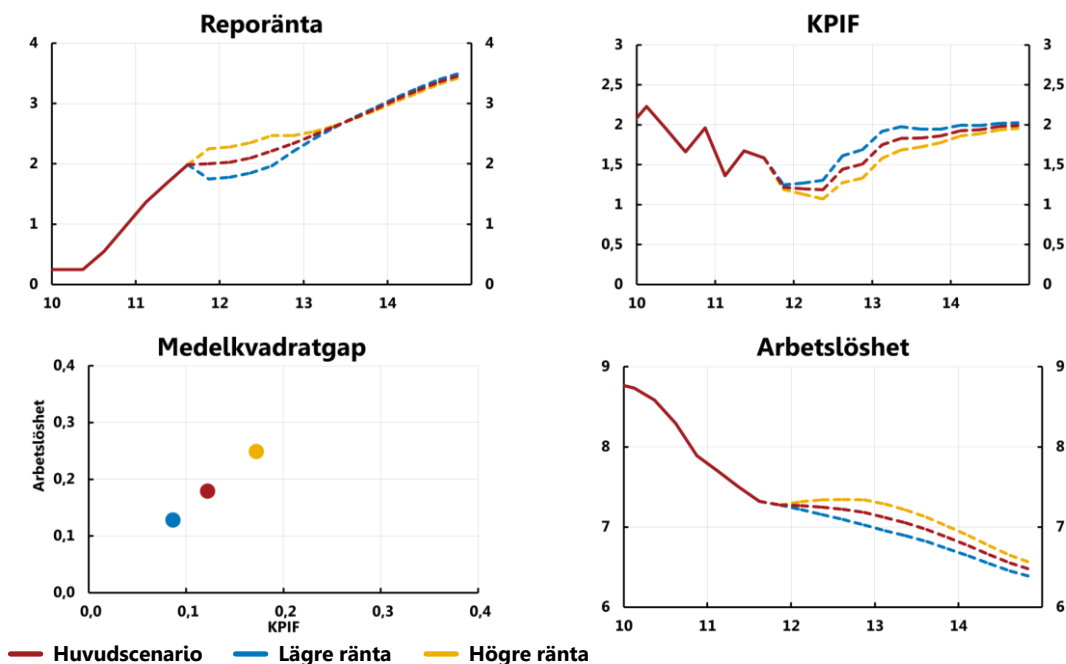
Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** framhöll att han reserverar sig mot delar av utkastet till penningpolitisk rapport. Svensson föredrar att reporäntan sänks med 25 punkter till 1,75 procent vid detta möte och sedan en lägre räntebana som ligger på nivån 1,5 procent från och med första kvartalet 2012 till och med första kvartalet 2013 och som sedan stiger i jämn takt till något över 3 procent vid prognosperiodens slut.

Huvudscenariots räntebana ligger enligt Svensson för högt av tre skäl. För det första ger som sagt en omotiverat 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, 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. Oavsett hur man ser det så innebär således huvudscenariot en penningpolitik som inte är väl avvägd.

Svensson inledde med det tredje skälet, som visas i diagram 3. Diagrammet utvecklar den analys av alternativa räntebanor som görs i slutet på kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. 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 på 6,5 procent. I den övre vänstra panelen är den röda banan huvudscenariots räntebana och den blå banan en lägre räntebana. I de högra panelerna 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. Man ser alltså direkt att en lägre räntebana ger en bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. I den nedre vänstra panelen ser man också att medelkvadratgapet blir lägre för både inflation och arbetslöshet med den lägre räntebanan.

### Diagram 3. Penningpolitiska alternativ oktober 2011

Utländska styrräntor enligt Riksbankens prognos; hållbar arbetslöshet 6,5 procent



Källor: SCB och Riksbanken

Svensson framhöll att han egentligen tycker att detta är ganska självklart. Sedan mötet i september har läget försämrats för den svenska ekonomin. Prognosen för inflation och resursutnyttjande har skiftat ner för oförändrad räntebana. Huvudscenariots räntebana har sänkts jämfört med i september, men den har inte sänkts tillräckligt. Med den nya räntebanan ligger prognosen för KPIF-inflationen fortfarande för lågt och prognosen för arbetslösheten ligger fortfarande för högt. En ytterligare sänkning av räntebanan skulle förbättra måluppfyllelsen för både inflationen och arbetslösheten. Detta borde vara uppenbart för alla. Man behöver inte vara någon expert på penningpolitik för att inse detta ansåg Svensson.

Varför sänks då inte räntebanan mer? I slutet på kapitel 2 finns några grumliga skäl fortsatte Svensson. Det påstås att den ekonomiska aktiviteten faller därför att företag och hushåll avvaktar med konsumtion och investeringar på grund av osäkerheten om den framtida utvecklingen. I ett sådant läge är det inte säkert att penningpolitiken har samma omedelbara genomslag som historiskt skattade samband. Då skulle en mer ryckig räntebana krävas för att stimulera ekonomin.

Detta verkar vara spekulation och gripet ur luften. Argumenten är inte övertygande och väcker flera frågor. Varför är det ökad osäkerhet och inte lägre förväntningar om framtida inkomster och efterfrågan som får hushåll och företag att minska konsumtion och investeringar? Och om det är ökad osäkerhet, varför skulle ökad osäkerhet göra att penningpolitiken får mindre genomslag? Och varför skulle det behövas en särskilt ryckig räntebana i detta läge? Varför skulle inte en lägre någorlunda jämn räntebana ge ett bättre och acceptabelt utfall? Och hur kan man diskutera dessa frågor utan att visa hur de olika räntebanorna skulle se ut? Var är analysen som underbygger dessa påståenden? Såvitt Svensson kunde se saknas den helt och hållet. Det hela ger intryck av påklustrade bortförklaringar.

Om nu räntan i detta läge verkligen skulle ha lägre effekt på inflation och resursutnyttjande än vanligt, då är det ett skäl att sänka räntan *mer*, inte mindre, för att få samma effekt. Hösten 2008 och senare, efter Lehman, i en situation med maximal osäkerhet och minimalt förtroende hos de ekonomiska aktörerna, var det just genom att

agera kraftfullt med stora räntesänkningar som världens centralbanker bidrog till att krisen inte utvecklades till den stora depressionen II.

Om man nu tar ökad osäkerhet på allvar, då är det så att ökad osäkerhet medför att sannolikheten ökat för att läget kan försämrats så mycket att styrräntans nedre gräns kommer att binda framöver. Då säger entydiga forskningsresultat att det är motiverat att sänka räntan mer och snabbare än prognoserna för inflation och resursutnyttjande motiverar. Då minskar man risken att i framtiden fastna i en situation med bindande nedre gräns för styrräntan.

Dessutom sägs i utkastet till penningpolitisk rapport att en lägre räntebana skulle riskera att bostadspriser och hushållens skuldsättningsgrad åter börjar utvecklas så att obalanser uppstår i ekonomin på längre sikt. Vad har hänt med slutsatserna från Riksbankens stora utredning om bostadsmarknaden, undrade Svensson. Där framkom ju att räntan är ett trubbigt och olämpligt instrument för att påverka bostadspriser och skuldsättning, med stora negativa konsekvenser för realekonomin, och att det finns andra instrument som bolånetak med mera som är mycket mer effektiva. Och vad är det för opreciserade och obestämda obalanser som det talas om? Riksbankens utredning visar ju att det inte finns några tecken på att bostäderna är övervärderade, utan att bostadspriserna är helt förenliga med fundamenta, i huvudsak stor efterfrågan och litet utbud. Det betyder att bostadspriserna är hållbara. Och det finns ingen analys som tyder på att hushållens skuldsättning är ohållbar. Med en hög nominell bolåneränta efter skatt på 5 procent och en måttlig tillväxt i disponibel inkomst på 4 procent krävs en nettoskuldbetalning på endast 1 procent av bolånen för att stabilisera skuldkvoten. Med en så hög skuldkvot som 200 procent av disponibel inkomst är nettoskuldbetalningen då endast 2 procent av disponibel inkomst. Den som är bolånetagare och äger sin bostad slipper dessutom betala hyra för en hyresrätt, en hyra som i genomsnitt kan vara cirka 20 procent av disponibel inkomst, och får istället betala bostadsrättsavgifter eller utgifter för underhåll, uppvärmning, sophämtning med mera som är mindre än hyran.

Dessutom har hushållens tillgångar med avdrag för allmänna pensionsfordringar länge stabilt varit ungefär 3 gånger så stora som skulderna, så hushållens nettoförmögenhet har stabilt varit ungefär 2/3 av tillgångarna och således dubbelt så stor som skulderna. Detta är låg leverage och mycket starka balansräkningar.

På senare tid har dessutom tillväxten i utlåningen till hushållen fallit och är nu lägre än på länge och på en nivå på cirka 6 procent, inte så långt från den nivå som är förenlig med steady state och en konstant skuldkvot. Bostadspriserna har dessutom stabiliserats och till och med fallit en del.

Dessutom, detta tal om ospecificerade obalanser på längre sikt tycks innebära att hela arbetet med finansiell stabilitet desavoueras. I stabilitetsrapporten bevakas ju noga hot mot den finansiella stabiliteten och risker på grund av för hög leverage och för låg likviditet hanteras mycket bättre med kapital- och likviditetskrav än med räntan.

Så, varför ska bostadspriser och hushållens belåning upphöjas till målvariabler som motiverar för låg inflation och för hög arbetslöshet? Penningpolitiken ska inte vara den första utan den *sista* försvarslinjen när det gäller finansiell stabilitet, för det fall när vanliga instrument för finansiell stabilitet inte fungerar eller är otillräckliga. Det finns nu en uppsjö av instrument för finansiell stabilitet att tillgå.

Reporäntan ska inte heller vara en explicit eller implicit målvariabel. Den ska blott och bart vara ett medel för att stabilisera de rätta målvariablerna, inflationen och resursutnyttjandet.

Svensson fortsatte med det andra skälet till att räntebanan ligger för högt och påståendet att Riksbanken överskattar resursutnyttjandet. Svensson hänvisade till det förra penningpolitiska mötet då han påpekade att Konjunkturinstitutets och Finansdepartementets bedömning av potentiell BNP är högre än Riksbankens och således att deras bedömning av BNP-gapet är lägre. Detta är fortfarande fallet vid detta möte.

Svensson kritiserade också att Riksbankens antaganden och bedömningar av potentiell BNP skiftat ned ordentligt efter krisen, trots att krisen ur makroekonomisk och penningpolitisk synvinkel 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. Dessutom skiftar potentiell BNP mycket för tidigare år med Riksbankens skattningar, i stark kontrast till de skattningar av USAs potentiella BNP som Congressional Budget Office gör.

Svensson menade vidare att arbetslöshetsgapet mellan arbetslösheten och en skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten är den mest relevanta, tillförlitliga och transparenta indikatorn på resursutnyttjandet som målvariabel. Arbetslösheten är mer relevant därför att den är mer relaterad till välfärden. Bland det värsta som kan inträffa för ett hushåll är ju att en medlem förlorar arbetet. Arbetslöshetsgapet är mer tillförlitligt därför att arbetslösheten har färre revideringar och mindre mätfel. Det är visserligen inte lätt att skatta den långsiktigt hållbara arbetslösheten, men det är betydligt lättare än att skatta potentiell BNP.

Riksbanken använder fler mått på resursutnyttjandet än arbetslöshetsgapet, nämligen sysselsättningsgapet, timgapet och BNP-gapet. Det finns betydande svagheter i dessa mått. Sysselsättningsgapet består av arbetslöshetsgapet med omvänt tecken och arbetskraftsgapet, faktisk arbetskraft minus potentiell arbetskraft. Eftersom nuvarande skattning och prognos för arbetskraftsgapet är ungefär noll är det nu ingen skillnad mellan sysselsättningsgap och arbetslöshetsgap som mått på resursutnyttjandet.

Timgapet består av sysselsättningsgapet och medelarbetstidsgapet, faktisk medelarbetstid minus potentiell medelarbetstid. Prognosen för timgapet är högre än sysselsättningsgapet därför att prognosen för medelarbetstiden är högre än normalt. Medelarbetstiden beror på sjukfrånvaro, övertid och andelen deltid. Välfärdseffekterna av medelarbetstiden är nog mindre relevanta än av sysselsättningsgapet och arbetslöshetsgapet utom när det gäller ofrivillig deltid. När det gäller ofrivillig deltid kan man hävda att potentiell medelarbetstid borde ligga högre och innefatta önskvärd andel heltid. I så fall skulle medelarbetstidsgapet bli lägre och mer negativt, och nuvarande mått överskattar resursutnyttjandet som målvariabel.

BNP-gapet består av timgapet och arbetsproduktivitetsgapet, faktisk arbetsproduktivitet minus potentiell arbetsproduktivitet. Prognosen för BNP-gapet är högre än för timgapet, eftersom produktiviteten väntas bli högre än normalt, så arbetsproduktivitetsgapet är positivt. Svensson noterade att om man vill stabilisera BNP-gapet ska man sänka sysselsättningen när produktiviteten är högre än normalt. Det verkar inte rimligt och är tvärtom mot vad som allmänt anses effektivt, nämligen att arbeta mer under perioder när produktiviteten är hög.

Svensson påtalade ytterligare en orsak till att Riksbankens BNP-gap underskattar resursutnyttjandet. Potentiell BNP beräknas nämligen med faktisk kapitalstock när det borde vara långsiktigt hållbar kapitalstock, kapitalstocken i steady state. Potentiell BNP bör vara långsiktigt hållbar BNP. Långsiktigt hållbar kapitalstock är högre än nuvarande kapitalstock, eftersom investeringarna varit låga under flera år. Då blir potentiell BNP högre och BNP-gapet i motsvarande grad lägre och mer negativt.

Svensson sammanfattade sitt resonemang med att framhålla att fler poster läggs till ju längre man går i denna lista på mått på resursutnyttjande, med fler felkällor och mindre tillförlitlighet. Samtidigt blir välfärdsrelevansen mindre.

När flera mått på resursutnyttjandet används och pekar i olika riktningar är det viktigt att diskutera både hur tillförlitliga och hur relevanta måtten är som målvariabler. Svensson framhöll att det är en sådan diskussion som han försökt initiera här.

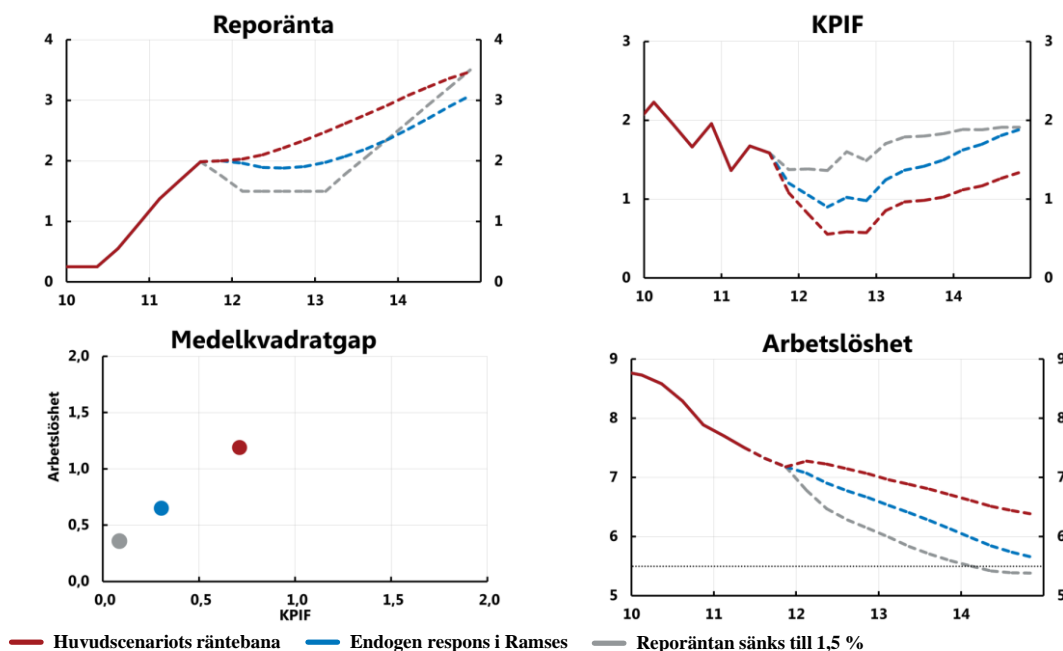
En viktig fråga är som bekant nivån på den hållbara arbetslösheten. Finansdepartementet har ju i en noggrann genomgång av effekterna av demografi, strukturella reformer och arbetslöshetsförsäkring – med utnyttjande av befintliga teoretiska och empiriska

forskningsresultat och i samarbete med några av Sveriges främsta arbetsmarknads- och makroekonomer – kommit fram till att den hållbara arbetslösheten har fallit betydligt, till cirka 5 procent. Svenssons egen bedömning är som bekant tills vidare 5,5 procent, mellan Konjunkturinstitutets bedömning på drygt 6 procent och Finansdepartementets bedömning. Riksbanken utgår från att den är 6,5 procent. Det är hög tid att Riksbanken tar itu med denna fråga och tar ställning till ovanstående effekter på den hållbara arbetslösheten, betonade Svensson.

Slutligen ville Svensson förklara varför han föredrar en så låg räntebana. Det framgår av diagram 4. Där visas denna räntebana i grå färg och huvudscenariots räntebana i röd färg med motsvarande prognoser för KPIF och arbetslösheten, allt under antagande om utländska räntor i enlighet med terminsräntor och Svenssons bedömning av den hållbara arbetslöshetsnivån på 5,5 procent.

#### Diagram 4. Penningpolitiska alternativ oktober 2011

Utländska styrräntor enligt implicita terminsräntor; hållbar arbetslöshet 5,5 %



Källor: SCB, Riksbanken och egna beräkningar

Det framgår att huvudscenariots räntebana ger 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.

Notera att detta resultat inte är känsligt för antagandet om 5,5 procent hållbar arbetslöshet. Den lägre räntebanan ger bättre måluppfyllelse också om den hållbara arbetslösheten antas vara 6 eller 6,5 procent.

Måluppfyllelsen skulle enligt denna analys kunna bli ännu bättre om räntebanan sänktes ännu mer. Som Svensson nämnde vid förra mötet är det dock resurskrävande och det uppstår en del tekniska svårigheter som ännu inte är avklarade när det gäller att göra prognosberäkningar för räntebanan som ligger långt ifrån huvudscenariot och därefter mer precist bestämma vilken bana som är bäst. Denna räntebana innebär dock en väsentligt förbättrad måluppfyllelse jämfört med huvudscenariot, vilket får duga denna gång.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** sa att han tycker att bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport är rimlig. Den innebär en ganska svag utveckling nästa år med en BNP-tillväxt på 1,5 procent, en arbetslöshet som i säsongsrensade termer planar ut på nuvarande nivå på 7,2 procent och en underliggande inflation något under 2 procent. Prognoserna för tillväxt, sysselsättning och inflation är något nedreviderade sedan den penningpolitiska uppföljningen i början av september.

Den stora osäkerheten om vad som kommer att hända på det europeiska planet och de något svagare prognoserna för den svenska ekonomin talar för att lämna reporäntan oförändrad ett tag framåt. Öberg ställer sig därför bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad idag och att senarelägga tidpunkten för framtida höjningar på det sätt som framgår av den föreslagna räntebanan.

Eftersom penningpolitiken verkar med eftersläpning så är det nödvändigt att basera beslutet på prognoser av den ekonomiska utvecklingen. Men prognoser är alltid osäkra och mer osäkra längre fram under prognosperioden. Den här gången är det ovanligt svårt att ha en bestämd uppfattning om ekonomins utveckling på lite längre sikt. Öberg menade att man nog kan betrakta den redovisade prognosen som ett av flera rimliga scenarier och att han därför denna gång mer vill koncentrera sig på utgångsläget.

Inflationen mätt med KPI var 3,2 procent i september. Det var betydligt över målet att hålla KPI-inflationen på 2 procent, men i stort sett i linje med prognosen vid det förra mötet. Olika underliggande mått på inflation var däremot lägre. De låg mellan 1 och 2 procent med en koncentration kring 1,5 – 1,6 procent. Inflationsförväntningarna på fem års sikt har enligt Prospera ökat något det senaste året från 2,2 till 2,4 procent. Men de har ökat mindre än vad man kunde förvänta sig givet KPI-inflationen. Och de är trots ökningen ganska nära inflationsmålet. Det talar sammantaget för att inflationen på sikt kommer att stabilisera sig nära inflationsmålet.

Resursutnyttjandet är enligt Öbergs bedömning i stort sett normalt för närvarande. Mått som baserar sig på barometerdata och HP-filter tyder på att det är något högre än normalt, medan mått som baserar sig på produktionsfunktionsansatsen tyder på att det är något lägre än normalt. I båda fallen är avvikelserna mycket små. Arbetslösheten är däremot högre än normalt. Men det är osäkert vad den idag säger om resursutnyttjandet. Resursutnyttjandet har ett ganska starkt samband med framtida inflation. Att resursutnyttjandet är normalt för närvarande talar därför också för att inflationen på sikt kommer att stabilisera sig nära inflationsmålet.

Taylorregeln baserad på en långsiktigt normal reporänta på 4 procent, den aktuella KPIF-inflationen och olika mått på nuvarande resursutnyttjande ger för närvarande en reporänta på 2,8 – 3,5 procent. Det talar alltså snarast för att reporäntan för närvarande är för låg. I prognoserna ligger den still ett tag, men den stiger sedan upp mot 3,5 procent mot slutet av prognosperioden. Det verkar också rimligt menade Öberg som utifrån sin samlade bedömning uttalade sitt stöd för den föreslagna inriktningen av penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** poängterade att Riksbankens prognoser sedan flera prognosomgångar tillbaka inneburit en dämpning av tillväxttakten andra halvåret i år och in i nästa år. Dessa tendenser hade förstärkts i september vilket föranledde en nedjusterad tillväxtprognos för framförallt 2012. Den här gången är tillväxtprognosen för nästa år bara marginellt nedjusterad och beror framförallt på den lägre tillväxtprognosen för andra halvåret i år.

Som Wickman-Parak tidigare nämnt är exportmarknadstillväxten inne i en dämpningsfas och prognosen innebär att ökningen av svensk export stannar vid cirka 4 procent i år, vilket är en nedjustering jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september som innebär en halvering av tillväxttakten jämfört med helåret 2011. Utrikeshandeln så här långt, juli och augusti, tyder på att exporten ökade i relativt god takt under det tredje kvartalet. Som Christina Nyman sa kom septembersiffran för utrikeshandeln nyss och den bekräftar en stark utveckling. Men nedjusteringen av

prognosen framåt är ändå rimlig givet den idag tillgängliga informationen om exportorderingång och exportorderindikatorer.

Wickman-Parak påminde om att hon tidigare har uttryckt visst tvivel om styrkan i den privata konsumtionen. Även om hushållens konsumtion ökade i relativt god takt första halvåret är tecknen på mer försiktiga hushåll mycket tydliga. Nybilsregistreringarna har dämpats påtagligt och detaljhandelns omsättning har utvecklats svagt de senaste månaderna. Det syns också i hushållens vikande vilja att ta på sig mer lån. Fallande börser och stagnerande eller svagt fallande huspriser har nog bidragit till att tära på hushållens förtroende som fortsatte nedåt ganska dramatiskt i september och nu ligger på en låg nivå. Det gäller såväl synen på den egna ekonomin som på Sveriges ekonomi och på arbetsmarknaden. Den nedrevidering av tillväxten i hushållens konsumtion som gjorts i prognosen är därför välmotiverad.

Konjunkturbarometern visar också att hushållen upplever att den egna arbetslöshetsrisken har börjat öka. Hittills har sysselsättningen ökat i linje med våra prognoser. Även om prognosen innebär en dämpning i sysselsättningsutvecklingen så är det ändå en fortsatt ökning. Skulle en mer påtaglig dämpning i sysselsättningen ge sig till känna skulle det kunna påverka hushållens konsumtionsbenägenhet ytterligare. Det är redan färre företag som planerar att utöka personalstyrkan enligt Konjunkturbarometern. Olika indikatorer för arbetsmarknaden blir extra viktiga att följa framöver.

Wickman-Parak fortsatte med det allmänna läget i ekonomin. Liksom i september kan det konstateras att förtroendeindikatorerna i näringslivet fortsatt nedåt medan månadsutfallen för produktionen fortfarande är relativt goda.

Resultatet från Riksbankens egen enkätundersökning kan sammanfattas så att företagen upplever att konjunkturläget är bra idag, men osäkerheten om utvecklingen framöver är stor. Det fångar situationen på ett bra sätt. Det råder ett slags vänteläge i ekonomin där företag och hushåll är avvaktande och känner stor osäkerhet. Ju längre den situationen pågår desto större avtryck kommer det att ge i utfallsiffrorna och tillväxten riskerar att bli svagare än i huvudscenariot.

Om osäkerheten i omvärlden avtar och börserna börjar stiga kan det bli en annan utveckling även om det kan vara svårt att föreställa sig det idag. Det är vad man kan förvänta sig på lite sikt men det kan ju komma snabbare. Stämningläget är något som snabbt kan förändras.

Även om det just nu inte är svårt att föreställa sig en dystrare utveckling än den som målas upp i den penningpolitiska rapporten så ansåg Wickman-Parak att ansatsen att successivt justera prognoserna i linje med vad ny information motiverar är ett klokt förhållningssätt. Att låta sig alltför mycket fångas av stämninglägen och snabbt ta ut svängarna riskerar stora kast i prognoserna och en penningpolitik som saknar stadga. Wickman-Parak sa att hon ställer sig bakom de prognoser som presenteras i rapporten och menar att det för henne inte är ett svårt beslut att låta räntan ligga kvar på 2 procent och att skjuta höjningar av räntan framåt i tiden ytterligare en bit såsom räntebanan utvisar. Den expansiva penningpolitiken kan utsträckas längre i tiden utan att äventyra inflationsmålet. Penningpolitiken ligger nu i vänteläge men med beredskap att agera om verkligheten blir en annan än vad som förutses.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** sa att den första frågan för henne att ta ställning till har varit huruvida hon anser att reporäntan bör behållas på nuvarande nivå eller sänkas. Vid det föregående penningpolitiska mötet tyckte hon att en sänkt reporänta i princip skulle kunna motiveras, men att det ändå var bättre att ligga still för att vänta och se hur saker och ting utvecklade sig. Nu har det gått drygt en och en halv månad och det borde ha klarnat en del. Som vanligt pekar dock den inkommande statistiken i olika riktningar, så det är långt ifrån uppenbart vart svensk ekonomi är på väg. Trots detta är hennes bedömning att indikationerna på att efterfrågan i svensk ekonomi kommer att dämpas av den svagare omvärldsutvecklingen är starkare idag än vad de var i september. Följaktligen menar hon att en räntesänkning är mer motiverad idag än vad den var då.



En potentiell invändning mot att sänka reporäntan idag är att det kan bli nödvändigt att höja den igen i december om stämmningsläget snabbt svänger om, som Wickman-Parak tagit upp som en möjlighet. Det kan förstås bli så att EU:s politiska ledare överträffar förväntningarna imorgon genom att leverera ett starkt åtgärdspaket och att det leder till att investerare, företag och hushåll återfår förtroendet och att ekonomin kommer tillbaka till en stark återhämtningsfas. Det skulle kanske vara förenat med en viss anseendeförlust att ha sänkt reporäntan utifrån en felbedömning av hur saker och ting utvecklar sig. Men i en osäker värld så är det ofrånkomligt att bedömningar görs som i efterhand visar sig vara felaktiga, så det är en anseendeförlust som Ekholm i så fall mycket väl kan leva med. Därför förordar hon en sänkning av reporäntan idag med 25 punkter till 1,75 procent.

När det gäller själva reporäntebanan så förordar hon som vid tidigare möten en som ligger under huvudscenariots reporäntebana. Liksom tidigare ser hon två huvudskäl till detta.

Det ena skälet är hennes uppfattning att en mer rimlig prognos för de utländska styrräntorna är en där de stiger i långsammare takt. Det får implikationer för synen på reporäntebanan, som Svensson förklarade i sitt inlägg. Den föreslagna banan i utkastet till penningpolitisk rapport medför då högre räntedifferenser gentemot utlandet än vad som ligger i huvudscenariots prognos och därmed en starkare växelkurs på kort sikt. Ränteskillnaden gentemot utlandet är ganska anseelig i huvudscenariots prognos och skulle i sig motivera en större appreciering av kronan än vad som ligger i prognosen. Men baserat på erfarenheten att perioder med stor osäkerhet är perioder med en relativt svag krona så har prognosen justerats i riktning mot en svagare krona, vilket Ekholm tycker verkar helt rimligt. Men allt annat lika så implicerar större räntedifferenser en starkare krona på kort sikt och en starkare krona minskar inflationstrycket och resursutnyttjandet. I rådande konjunkturläge är detta dåligt eftersom inflationstrycket redan är lågt och resursutnyttjandet, enligt Ekholms uppfattning, i dagsläget är lägre än normalt.

Det andra skälet är detsamma som ett av de skäl som Svensson räknade upp. Även om man accepterar prognosen för utländska styrräntor i utkastet till penningpolitisk rapport så framstår den föreslagna reporäntebanan som för hög. Inflationstrycket förblir lågt under nästan hela prognosperioden och resursutnyttjandet under det normala under stora delar av prognosperioden utifrån några av resursutnyttjandemåtten, närmare bestämt arbetslöshetsgapet och timgapet. Det är bara utifrån BNP-gapet och RU-indikatorn som resursutnyttjandet blir normalt någorlunda tidigt under prognosperioden. Men Ekholm tror att BNP-gapet kan överskatta resursutnyttjandet. Det är mindre negativt än timgapet i dagsläget och förväntas övergå till ett positivt gap under prognosperioden på grund av att tillväxten i arbetsproduktivitet antas vara relativt hög framöver. Hon menade att en hög tillväxt i arbetsproduktivitet inte är en faktor som är särskilt relevant för att bedöma resursutnyttjandet.

Ekholm förordade således en lägre reporäntebana än den som antas i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport och ställde sig bakom den bana som Svensson förordade. Ekholm förordade alltså en bana där reporäntan sänks med sammanlagt 50 punkter detta år, sedan ligger fast på 1,5 procent till och med första kvartalet 2013 för att så småningom höjas till strax över 3 procent i slutet av prognosperioden.

En sådan bana ger i modellkörningar en väl avvägd penningpolitik under antagande om att de utländska styrräntorna utvecklar sig i enlighet med marknadens förväntningar så som de utläses ur implicita terminräntor. Men modellkörningar visar förstås inte hela sanningen. Det kan finnas överväganden som inte fångas i modellerna som talar för en högre räntebana. Som Svensson påpekat diskuteras detta i utkastet till penningpolitisk rapport och ett antal argument mot att välja en lägre reporäntebana anges. Ekholm bedömde att hennes sympati för dessa argument var större än Svenssons, även om hon själv också landar i bedömningen att en lägre räntebana är att föredra. Att penningpolitiken skulle kunna framstå som ryckig om räntan höjs ena mötet och sedan sänks vid nästa möte är, som hon tidigare nämnt, inget som hon uppfattar som ett stort problem. Det är snarare en naturlig följd av att fatta beslut under osäkerhet och därmed

ibland basera besluten på bedömningar som i efterhand visar sig vara fel. När det gäller utvecklingen på bostadsmarknaden så gör hon en liknande bedömning som Svensson och eventuellt Wickman-Parak utifrån hennes inlägg, nämligen att det idag inte är en stor risk för en uppbyggnad av obalanser eftersom priserna har stagnerat och på vissa håll om något tycks falla samtidigt som tillväxten i hushållskrediter har fallit en hel del.

Det argument som Ekholm tror att det ligger en hel del i är att hushållen och företagen kan vara relativt okänsliga för räntesänkningar nu för att de intar en avvaktande hållning när de ser pessimistiskt på framtiden. Argumentationen i utkastet till penningpolitisk rapport är i princip att det finns små fördelar med att välja en lägre räntebana på grund av denna okänslighet samtidigt som kostnaderna kan vara stora för att det riskerar leda till en ryckig penningpolitik och en uppbyggnad av obalanser på bostadsmarknaden. Ekholm tror alltså också att fördelarna kan vara små, men tvivlar samtidigt på att det finns några betydande kostnader förknippade med en lägre räntebana. Och att fördelarna kan vara små för att hushållen och företagen inte reagerar på räntesänkningar hindrar inte att man försöker få dem att reagera. Om det får någon effekt så borde den i alla fall vara i rätt riktning.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** sa att Sverige i dagsläget är privilegierat med starka statsfinanser och ett stabilt banksystem. Överlag har bankerna lyckats väl i sin finansiering och ett par av dem har nyligen, trots situationen i Europa, kunnat ta upp lån på marknaden i vanliga osäkrade obligationer (senior unsecured). De bör också kunna hantera de ökade kapitalkrav som kan komma i samband med att förtroendet för det europeiska banksystemet i dess helhet måste återupprättas. Med en gnutta tur bör Sverige kunna förskonas från den finansiella delen av Europakrisen.

Men en minskad tillväxt i Europa drabbar förr eller senare vår export. Precis som i andra länder pekar dock förväntningarna om sämre tider mycket brantare nedåt än de verkliga utfallen. Osäkerheten gör emellertid också de svenska hushållen försiktigare i sin konsumtion. Samtidigt har inflationstrycket minskat, åtminstone tillfälligt. Sammantaget förefaller det därför rimligt att hålla reporäntan oförändrad på 2 procent vid dagens möte och att samtidigt justera ned räntebanan på det sätt som föreslagits. Det betyder att inga fler räntehöjningar förutses under detta år och en bra bit in på nästa, vilket Nyberg förklarade är i linje med hans syn. I huvudscenariot repar sig världen så småningom, trots svårigheterna i Europa, och då blir det anledning att åter höja reporäntan.

Man kunde naturligtvis tänka sig att sänka räntebanan ytterligare mot bakgrund av den ökade osäkerheten i Europa och framför allt vad Nyberg anser vara den växande sannolikheten för en mer okontrollerad utveckling. En helt och hållet väntevärdesriktig räntebana skulle kanske kräva det. Men att baka in någon form av politisk kollaps i Riksbankens prognoser och att bedöma konsekvenserna av en sådan utveckling är vanskligt. Katastrofer får man hantera med penningpolitiken om de kommer, inte i förväg. Riksbanken har ju också bättre möjligheter än många andra centralbanker att göra det, mot bakgrund av en redan genomförd "exit" ur den tidigare krisen och ett antal höjningar av reporäntan. Det finns ett utrymme att sänka räntan om det skulle behövas, och det är ett utrymme som många andra länder saknar.

Finns det några inhemska risker? Vid tidigare möten har arbetsmarknaden och bostadsmarknaden ofta berörts. När det gäller arbetsmarknaden är det svårt att föreställa sig att den kommande lönerörelsen, i nuvarande synnerligen osäkra konjunkturläge, skulle ge resultat som medverkar till ökad arbetslöshet och stigande inflation. Lönekraven speglar till en del den mycket gynnsammare konjunkturbild som var förhärskande före sommaren.

När det gäller bostadsmarknaden syns nu en tydlig avmattning, vilket fört med sig att bankernas utlåning till hushållen ökar i en rimligare takt än tidigare. Nyberg tycker inte att utvecklingen inom något av dessa två områden i dagsläget behöver vara värd särskild uppmärksamhet ur penningpolitisk synvinkel. Det är dock viktigt att även i fortsättningen nära följa kreditutväxten i den privata sektorn. Erfarenheterna från USA och Europa

illustrerar hur låga räntor under en lång period kan medverka till att bygga upp obalanser som sedan blir mycket kostsamma för samhället att ta hand om. Kanske kommer det i framtiden att finnas bättre verktyg och ett bättre ramverk för att hantera sådana problem. Men som centralbank kan man aldrig, enligt Nyberg, frånhända sig ansvaret för en alltför snabb kredittillväxt. Och även med andra verktyg måste penningpolitiken alltid vara den sista försvarslinjen.

Nyberg avslutade med några ord om kronans värde. Det värdet har ju fallit i takt med att den europiska krisen förvärrats, vilket är i linje med tidigare perioder av osäkerhet på de finansiella marknaderna. Kronan är en liten valuta, och små valutor undviker man i orostider. Men kronan hade sannolikt fallit mycket mer om inte Sverige i ökad utsträckning kommit att framstå som ett bra investerarland, med goda statsfinanser och väl kapitaliserade banker. Skillnaden mot utvecklingen under hösten 2008 är markant. Men det finns anledning att vänta sig fortsatt stora fluktuationer i kronans värde allteftersom stämningen på de finansiella marknaderna går upp och ned.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sa att han delar bedömningen av den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport och står bakom förslaget att nu lämna reporäntan oförändrad och den räntebana som redovisas.

Ingves ansåg att Wickman-Parak uttryckte det väl när hon sa att omvärldsförutsättningarna för det här penningpolitiska beslutet liknar de som rådde vid det penningpolitiska mötet i september. Utvecklingen i omvärlden har bidragit till lägre framtidstroende för svenska hushåll och företag. Dessutom har aktiepriserna fallit en hel del i Sverige. Men jämfört med flera andra länder är förutsättningarna för att klara en avmattning i omvärlden bättre. I dagsläget finns inte något behov av en statsfinansiell konsolidering i Sverige. Bostadsmarknaden tycks dessutom lugna ned sig under ganska ordnade former. Utlåningstakten till hushållen har dämpats. Bankernas förluster har också hittills blivit lägre under krisen än i Riksbankens beräkningar och det är en styrka att de har klarat sin marknadsfinansiering under den senaste tidens omvärldsturbulens.

Men till följd av inbromsningen i omvärlden har den ekonomiska tillväxten i Sverige växlat ned och bedöms nu bli lägre än normalt under det kommande året. Resursutnyttjandet är för närvarande något lägre än normalt. Eftersom tillväxten i omvärlden väntas bli bättre under 2013 och 2014 kommer resursutnyttjandet i Sverige att stiga mot en normal nivå i slutet av prognosperioden. Det innebär också att KPIF-inflationen ökar och närmar sig 2 procent. KPI-inflationen blir dock högre än KPIF-inflationen på grund av att boräntorna stiger dels därför att räntebanan ger framtida räntehöjningar, dels därför att marginalerna på bolån har ökat. Sammantaget innebär det att räntebanan i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport är något lägre nu jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september. Huvudscenariots räntebana, som Ingves ställde sig bakom, innebär att reporäntan lämnas oförändrad på 2 procent och att man avvaktar med ytterligare höjningar till nästa år.

Prognosen är nu, som alltid, en bästa bedömning där skeendena i vår omvärld är svårbedömda och beroende av andras förmåga att hantera en mängd europeiska problem. Det innebär att Riksbankens direktion befinner sig i ett slags penningpolitiskt vänteläge. Det är inte lämpligt att nu göra några stora penningpolitiska manövrer när KPI-inflationen fortfarande är ganska hög samtidigt som KPIF-inflationen är under 2 procent. I årets prognoser kan Riksbanken också sägas ha börjat ta höjd för en annan utveckling 2012 tidigare än en del andra prognosmakare. Bedömningen av den svenska BNP-tillväxten år 2012 började revideras ned redan i april i år. Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har BNP-tillväxten för Sverige 2012 reviderats ned från 2,4 procent till 1,5 procent.

Som alltid finns det risker kring huvudscenariot. De statsfinansiella problemen i flera länder kan fördjupas och fördröja återhämtningen i omvärlden. Den nedåtriskan är främst kopplad till svårigheten att fatta beslut i de politiska systemen för att konsolidera statsfinanserna. Konsekvensen av ett sådant scenario för inflation och resursutnyttjande i

Sverige får hanteras när det aktualiseras. Men det är också möjligt att det blir en snabbare normalisering i omvärlden. Handlingskraften kan också överraska på uppåtsidan, särskilt i allvarliga krislägen. Även i ett sådant scenario beaktas konsekvenserna för inflation och resursutnyttjande, när det aktualiseras. Osäkerheten om den framtida utvecklingen är alltså stor och nya svårförutsägbara störningar kan inträffa.

Sammantaget innebär detta att det i nuläget krävs en hög grad av vaksamhet när det gäller den ekonomiska politiken i Sverige och dess förutsättningar. Det gäller penningpolitik, finanspolitik och avtalsrörelsen. När omvärlden är svårbedömd på grund av att utvecklingen i vissa centrala länder är extra skakig är det viktigt att som penningpolitisk beslutsfattare sitta lugnt i båten och inte på egen hand skapa obalanser i det egna landets ekonomi. Det förutsätter ett mått av försiktighet i penningpolitiken. Penningpolitiken bör anpassas gradvis och inte så att säga ta ut negativa eller positiva händelser i förskott. Man bör inte bidra till ökad osäkerhet genom att förorda räntebanor med en alltför volatil ränteutveckling. I bedömningen finns det också fortsatt anledning att beakta skuldsättningen. Modellvärlden är i det här avseendet för närsynt. De internationella erfarenheterna pekar på att om staten eller den privata sektorn lånar för mycket, och framförallt när det sker genom upplåning utomlands, så riskerar man en finansiell kris.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** sa att han reagerade när Öberg sa att det var oklart vad den höga arbetslösheten innebär för resursutnyttjandet, strax efter att Svensson hävdade att arbetslöshetsgapet var det mest relevanta och tillförlitliga måttet på resursutnyttjandet som målvariabel. Här gäller det att skilja på mått på resursutnyttjandet i egenskap av målvariabel och mått på resursutnyttjandet i egenskap av indikator på inflationstryck. De är inte samma sak. Det är något som diskuterats flera gånger vid tidigare möten, framhöll Svensson.

Svensson menade att det nog är mått på resursutnyttjandet i egenskap av indikator på inflationstryck som Öberg syftade på. Sådana mått kommer in i penningpolitiken och påverkar räntebanan enbart via den effekt på inflationsprognosen de får. De är enbart indikatorer, inte målvariabler. Mått på resursutnyttjandet i egenskap av målvariabel är en annan sak. Arbetslöshetsgapet mellan faktisk arbetslöshet och den hållbara arbetslösheten är en målvariabel. Allt annat lika är det önskvärt att stabilisera arbetslösheten runt den hållbara nivån. Detta arbetslöshetsgap är inte nödvändigtvis den bästa indikatorn på inflationstryck.

Apropå Ekholms inlägg om risken för att Riksbanken drabbas av en anseendeförlust om man först sänkte räntan och senare behövde höja menade Svensson att det kanske just är funderingar om en sådan möjlig anseendeförlust som ligger bakom diskussionen om ryckighet i utkastet till penningpolitisk rapport. Dock innebär det en större risk för anseendeförlust för Riksbanken att medvetet välja en räntebana som inte medför en väl avvägd penningpolitik med avseende på inflation och resursutnyttjande. Vid varje penningpolitiskt möte bör man lägga en räntebana som i väntevärdesmening bäst stabiliserar både inflation och resursutnyttjande. Rimligtvis är det vad som i längden bäst främjar anseendet. Sannolikheten bör sedan normalt, noga räknat med symmetriska sannolikhetsfördelningar, vara ungefär lika stor för att man senare behöver höja eller sänka räntebanan. Sådana höjningar eller sänkningar skulle inte i sig behöva leda till någon anseendeförlust, enligt Svensson.

Beträffande Nybergs diskussion om kronan kan man titta på diagram 2, där den grå kurvan ju visar den utländska, det vill säga TCW-viktade, avkastningskurvan och den blå kurvan visar den svenska avkastningskurvan, noga räknat som funktion av tiden för förfall. Det är inte så stor skillnad mellan svenska och utländska räntor på längre löptider. Längst ut till höger framgår att den svenska femårsräntan är i stort sett densamma som den utländska femårsräntan. Utifrån vanlig öppen ränteparitet innebär det att kronan i stort sett förväntas vara oförändrad inom en femårshorisont. Mot den bakgrunden är det kanske inte så förvånade att kronan varit ganska stabil.

Den röda kurvan i diagram 2 visar hur den svenska avkastningskurvan skulle se ut om huvudscenariots räntebana blev fullt trovärdig och terminspremierna är normala. Det framgår att då skulle en femårsränta bli ungefär 190 punkter högre än nu. Det vore inte bra för den svenska ekonomin. Det ger anledning att verkligen hoppas att marknaden fortsätter att sätta nuvarande låga marknadsräntor, betonade Svensson.

Slutligen kommenterade Svensson inlägget av Ingves, som tog upp frågan om för stor upplåning av hushållen, företagen, staten eller hela landet. Svensson framhöll att hans poäng är att man först måste undersöka vad som är en hållbar skuldnivå på lång sikt innan man vet om den faktiska upplåningen är för stor eller inte. Svensson menade att det var just det som han försökte göra med resonemanget om vilken nettoskuldbetalning hushållens skuldsättning innebär. Vad som är en hållbar skuldnivå beror dels på nettoskuldbetalningen som andel av disponibel inkomst, dels på vilka tillgångar som finns på balansräkningens tillgångssida och huruvida deras storlek och värden är långsiktigt hållbara. Utan att undersöka detta vet man inte vad som är hållbart eller inte och huruvida skuldsättningen är ett problem eller inte.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** svarade att man givetvis skulle vilja ha en analys av vad som utgör en långsiktigt hållbar skuldutveckling men det kommer ändå att vara svårt att veta var gränserna går. Till exempel har Danmark under en lång period haft en högre skuldsättningskvot än Sverige och stigande huspriser, något som gick bra ganska länge, men situationen är nu en annan. Wickman-Parak förklarade att bostadsmarknad och skuldsättning aldrig har stått i centrum för henne men att hon liksom många andra sett en försiktigare utveckling av skuldsättningen som en positiv bieffekt av de räntehöjningar som genomförts. När hushållen idag blir mer försiktiga och tappar förtroendet så bidrar förmodligen fall i tillgångsvärdena till det. Samtidigt är hushållens skuldsida intakt och den höga skuldsättningsgraden kan också bidra till den större försiktigheten.

Wickman-Parak ville vidare betona resursutnyttjandets vikt i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Måtten har sina brister, vilket flera direktionsledamöter har påtalat under de gångna åren. Att, som hon uppfattar Svenssons nuvarande rekommendation, bara förlita sig på arbetslöshetsgapet tror hon inte på utan menar att det även framöver blir nödvändigt att låta sig vägledas av flera olika mått på resursutnyttjandet.

Wickman-Parak sökte sedan ett klagörande från Svensson om varför han nu vill ha räntesänkningar på sammanlagt 50 punkter på ganska kort tid men argumenterade för en oförändrad ränta vid det föregående penningpolitiska mötet då den svenska tillväxtprognosen justerades ner betydligt mer än vad nu är fallet.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** konstaterade att det är viktigt att följa upp diskussionen om resursutnyttjande, eftersom det är en återkommande diskussion på de penningpolitiska mötena, där olika direktionsledamöter har olika uppfattning om hur resursutnyttjandet ser ut och vilka mått som är mest relevanta för att fånga resursutnyttjandet. I en sådan uppföljning bör man analysera hur olika mått förhåller sig till varandra, bland annat med hjälp av sådana dekomponeringar i exempelvis produktivitet och arbetade timmar som redan nämnts, och vilken typ av mått som är mest relevanta ur ett välfärds perspektiv.

Ekholm menade vidare att hon är helt enig med Wickman-Parak om att en positiv bieffekt av att reporäntan höjts sedan förra sommaren är att utlåningen till hushållen har dämpats. Hon angav dock ett par skäl för att inte tycka att utvecklingen på bostadsmarknaden är något som talar för en högre räntebana. Dels är läget på bostadsmarknaden idag ett helt annat med en mer dämpad prisutveckling och tillväxt i hushållskrediter. Dels har diskussionen kring behovet av makrotillsyn lett till att andra myndigheter har blivit mer uppmärksamma på riskerna på bostadsmarknaden. Det senare innebär enligt Ekholms uppfattning att penningpolitiken har blivit friare att användas för att uppnå de vanliga penningpolitiska målen, det vill säga att stabilisera inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en långsiktigt hållbar nivå.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förklarade att han helt håller med Ekholm om resursutnyttjandet. Angående Wickman-Paraks inlägg beträffande bostadspriser och hushållsupplåning, framhöll Svensson att det han vänder sig emot är att bostadspriser och hushållsupplåning görs till separata målvariabler som får motivera att man väljer en penningpolitik som ger sämre måluppfyllelse för inflation och resursutnyttjandet.

Beträffande resursutnyttjandet är hans poäng att när det finns flera olika mått på resursutnyttjandet som pekar i olika riktning måste man undersöka och diskutera vilka mått som är mer relevanta som målvariabel och vilka mått som är mer tillförlitliga, det vill säga har mindre mätfel. Svensson menade att det var just det som han försökte göra i sina tidigare kommentarer och redovisningar av varför han kommit fram till att arbetslöshetsgapet är det mest relevanta och mest tillförlitliga måttet.

Svensson fortsatte med att förklara varför han förespråkar en sänkt ränta nu men förespråkade en oförändrad ränta vid förra mötet. Utsikterna för den svenska ekonomin har försämrats jämfört med läget vid förra mötet. Dessutom är det så att det är resurskrävande och ger upphov till en del tekniska problem att finkalibrera en optimal räntebana som ligger ett gott stycke från huvudscenariot. Enligt Svensson låg den räntebana som han och Ekholm förespråkade vid förra mötet betydligt under dåvarande huvudscenariot, även om den inte innefattade någon räntesänkning. Denna gång ligger den räntebana Svensson och Ekholm förespråkar också betydligt under nuvarande huvudscenariot. Viktigare än att finkalibrera banan är att ta ett ordentligt steg i rätt riktning. Ytterligare finjustering av banan får bli en senare sak.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** sökte ett klagörande om Svenssons uppfattning nu skiljer sig från den i september för att han nu har en mer pessimistisk bild av den ekonomiska utvecklingen än i huvudscenariot eller om det är olika tekniska begränsningar som fått avgöra.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** framhöll att hans aktuella förslag till reporäntebana baseras dels på att utvecklingen ser sämre ut än i september, dels på att en något mer utförlig analys kunnat göras nu än vid det förra penningpolitiska mötet.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** hävdade att ränteinstrumentet inte kan frikopplas från makrotillsynsinstrument, som till exempel amorteringskrav eller lånetak. Men makrotillsynsinstrument kan säkert, när lagstiftningen så småningom utvecklats så att de kan användas på ett systematiskt sätt, komma att bli ett bra komplement till reporäntan när det gäller att hantera en oönskad kreditexpansion.

Riksbankschef **Stefan Ingves** höll med Nyberg om att det finns skäl att tro att makrotillsyn i mångt och mycket sammanfaller med penningpolitik och att det kommer vara så en tid framöver.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** kommenterade Nybergs diskussion av makrotillsyn, det vill säga politik för finansiell stabilitet, med att betona att det är viktigt att inse att politik för finansiell stabilitet inte är samma sak som penningpolitik.

Finanspolitik anses inte vara penningpolitik. Finanspolitiken har sina mål, främst effektivitet, stabilitet och jämn inkomstfördelning, och sina instrument, främst skatter och utgifter. Penningpolitiken har sina mål, stabil inflation och resursutnyttjande, och sina instrument, främst styrräntan och kommunikation. Finanspolitiken påverkar inflation och resursutnyttjande. Det betyder att penningpolitiken måste ta hänsyn till hur finanspolitiken bedrivs när räntan sätts, men det betyder inte att finanspolitik är penningpolitik.

På samma sätt är politik för finansiell stabilitet och penningpolitik olika slags politik. Politik för finansiell stabilitet har sitt mål, det vill säga finansiell stabilitet, och sina instrument, främst reglering och tillsyn. Politiken för finansiell stabilitet påverkar finansmarknader, spreadar mellan räntor, finansmarknadens funktionssätt och transmissionsmekanismen. Det betyder att penningpolitiken måste ta hänsyn till hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs när räntan sätts för att uppnå de penningpolitiska

målen. Det betyder också att politiken för finansiell stabilitet måste ta hänsyn till hur penningpolitiken bedrivs när tillsyn och reglering används för att uppnå och vidmakthålla finansiell stabilitet. Men det betyder inte att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet är samma sak.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** menade att det är lite för lätt att säga att man vid penningpolitiska beslut nu inte längre behöver bekymra sig om skuldsättningen, eftersom den kan hanteras med andra instrument. Riksbanken kommer alltid att ställas till svars för om låga räntor under lång tid bidragit till en kreditbubbla som spruckit.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** förklarade att hon håller med Nyberg om att penningpolitik påverkar skuldsättningen, men anser liksom Svensson att man kan göra en klar åtskillnad mellan makrotillsyn och penningpolitik. Det förra handlar om att påverka relativa räntor i ekonomin, medan det senare handlar om att påverka hela räntenivån.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** betonade att penningpolitiken bör vara den *sista* försvarslinjen när det gäller finansiell stabilitet, inte den första. Det vill säga penningpolitiken får en roll bara när politiken för finansiell stabilitet inte fungerar, till exempel på grund av att lämpliga instrument saknas. Men nu finns det allt fler effektiva instrument för att uppnå och vidmakthålla finansiell stabilitet.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** förklarade att han anser att det är viktigt för penningpolitiken att framöver ta mer hänsyn till skuldutveckling och tillgångspriser. Det har varit ett misstag som gjorts i många länder att inte beakta kreditexpansionen i tillräcklig utsträckning.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** sa att hon håller med Öberg på den punkten.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, konstaterade sammanfattningsvis att på det stora hela så ställer sig samtliga direktionsledamöter bakom prognoserna för de flesta variabler i utkastet till penningpolitisk rapport. Stora nyanser finns dock i bedömningarna av riskerna på nedåtsidan. Penningpolitiken i huvudscenariot bygger på att det förr eller senare kommer en återhämtning i omvärlden och att tillståndet i svensk ekonomi normaliseras.

## § 4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 27 oktober 2011 kl 9:30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 2,0 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 2 november 2011,
- att torsdagen den 27 oktober 2011 kl 9:30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 9 november 2011 kl 9:30.

Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet att lämna reporäntan oförändrad och mot reporäntebanan i den penningpolitiska rapporten. De förordade att räntan sänks till 1,75 procent. De förordade också en lägre räntebana som ligger på 1,5 procent från och med första kvartalet 2012 till och med första kvartalet 2013 och sedan stiger till strax över 3 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av deras bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor och svenskt resursutnyttjande båda är för höga. Denna räntebana leder 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