



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 6

DATUM: 2011-12-19

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  
Barbro Wickman-Parak  
Lars E. O. Svensson  
Svante Öberg

Johan Gernandt, fullmäktiges ordförande

Sigvard Ahlzén  
Claes Berg  
Carl Andreas Claussen  
Charlotta Edler  
Heidi Elmér  
Eric Frieberg  
Mattias Hector (§ 1)  
Ann-Christine Högberg  
Per Jansson  
Martin W. Johansson (§ 1)  
Anna Lidberg (§ 1)  
Tomas Lundberg  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Bengt Petterson  
Maria Sandström (§ 1)  
Marianne Sterner  
Ulf Söderström  
David Vestin  
Staffan Viotti

Det antecknades att Carl Andreas Claussen och Bengt Petterson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

## §1. Den ekonomiska utvecklingen

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Förväntningarna på penningpolitiken har skiftat ned jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober. Detta gäller såväl i termer av implicita terminsräntor såsom enkäter. Terminsräntorna har skiftat ned med omkring 0,75 procentenheter som mest under prognoshorizonten och Prosperas enkät för penningmarknadsaktörer med drygt 0,5 procentenheter. Marknadsbedömare är dock oense om, och hur mycket, Riksbanken kommer att sänka styrräntan på det penningpolitiska mötet. De flesta tror på en sänkning med 0,25 procentenheter, men några tror på en sänkning med 0,5 procentenheter. I tidigare publicerade prognoser från de fyra största bankerna förväntades ingen sänkning i december. Men efter att Norges Bank sänkte sin styrränta med 50 räntepunkter började bankerna i marknadsbrev och liknande att antyda de nu trodde det kunde bli en sänkning i december också i Sverige.

Även i omvärlden har de penningpolitiska förväntningarna skiftat ned. I termer av implicita terminsräntor handlar det för euroområdet och USA som mest om knappt 0,5 procentenheter.

Den genomsnittliga räntan på nya lån till hushåll och företag har sjunkit lite jämfört med situationen i oktober. Därmed har skillnaden gentemot reporäntan på dessa lån också sjunkit något. Utlåningen till hushåll och företag fortsätter att öka, om än i lägre takt för hushållen. I november ökade utlåningen för både hushåll och företag med drygt 5 procent jämfört med samma månad året innan.

Maria Sandström från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten med fokus på resultatet av Europeiska rådets möte 8-9 december. Vad gäller extra lån till Internationella valutafonden, IMF, i syfte att stabilisera situationen i euroområdet, har ett antal länder visat beredvillighet att bidra. Detta innefattar även länder utanför euroområdet och EU. Statsobligationsräntorna i euroländerna har sjunkit de senaste veckorna och flera länder har emitterat obligationer under den gångna veckan. Moodys har nedgraderat Belgiens kreditbetyg i två steg till AA-.

Den 8 december offentliggjorde Europeiska bankmyndigheten (EBA) de slutgiltiga kapitalkraven för europeiska banker, och där framgår att svenska banker inte behöver öka sin kapitalbas för att uppnå de nya kraven på europeiska banker att hålla ett kärnprimärkapital om 9 procent.

Marianne Nessén, tillförordnad chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i

utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 13 och 15 december. På mötet med direktionen den 15 december bordlades texten.

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har oron för problemen med offentliga finanser i euroområdet fortsatt. Räntorna på statsobligationer för Frankrike och Tyskland har stigit sedan den penningpolitiska rapporten i oktober. Tillväxtutsikterna för USA synes dock ha förbättrats något. I Sverige ökade BNP det tredje kvartalet med 4,6 procent jämfört med samma kvartal året innan. BNP-tillväxten var betydligt starkare än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i oktober. Arbetslösheten uppgick i november till 7,4 procent, vilket är lite högre än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i oktober. Sysselsättningen har dock utvecklats i linje med prognosen i oktober. Skillnaden består i att arbetsutbudet ökat mer än väntat. Inflationen har sjunkit snabbare än vad som förväntades i oktober. Inflationen mätt som KPI och KPIF, det vill säga KPI rensat för den direkta effekten av hushållens bolåneräntor, var i november 2,8 respektive 1,1 procent. Förtroendeindikatorer för svensk ekonomi är fortsatt svaga och indikerar en inbromsning i ekonomin. Även så kallade hårda data tyder nu på en inbromsning. Varuexporten och importen sjunker. Samtidigt är utvecklingen inom detaljhandeln, industrin och tjänsteproduktionen svag.

Jämfört med i den penningpolitiska rapporten i oktober är prognoserna för BNP, inflation och styrräntor i omvärlden något lägre. Kortsiktindikatorer för euroområdet pekar på en sämre utveckling än väntat och oron för statsskuldproblemen har ökat. Problemen i euroområdet bedöms få ytterligare negativa effekter på den svenska ekonomin och mot bakgrund av den senaste tidens tydliga tecken på inbromsning även i Sverige har prognosen för den svenska BNP-tillväxten reviderats ned. Prognosen för arbetslösheten har reviderats upp och prognosen för inflationen har reviderats ned, bland annat på grund av oväntat låga inflationsutfall.

Enligt innevarande prognos sänks reporäntan med 0,25 procentenheter vid detta penningpolitiska möte och räntebanan sänks. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober ligger prognosen för reporäntan nu som mest omkring 0,65 procentenheter lägre under prognoshorisonten. Den ligger i slutet av 2014 omkring 0,3 procentenheter lägre och är då 3,2 procent. Bakom prognosen ligger antagandet att tillräckliga finanspolitiska åtgärder vidtas i euroområdet för att begränsa de akuta problemen och att förtroendet bland hushåll och företag gradvis återvänder.

## §2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

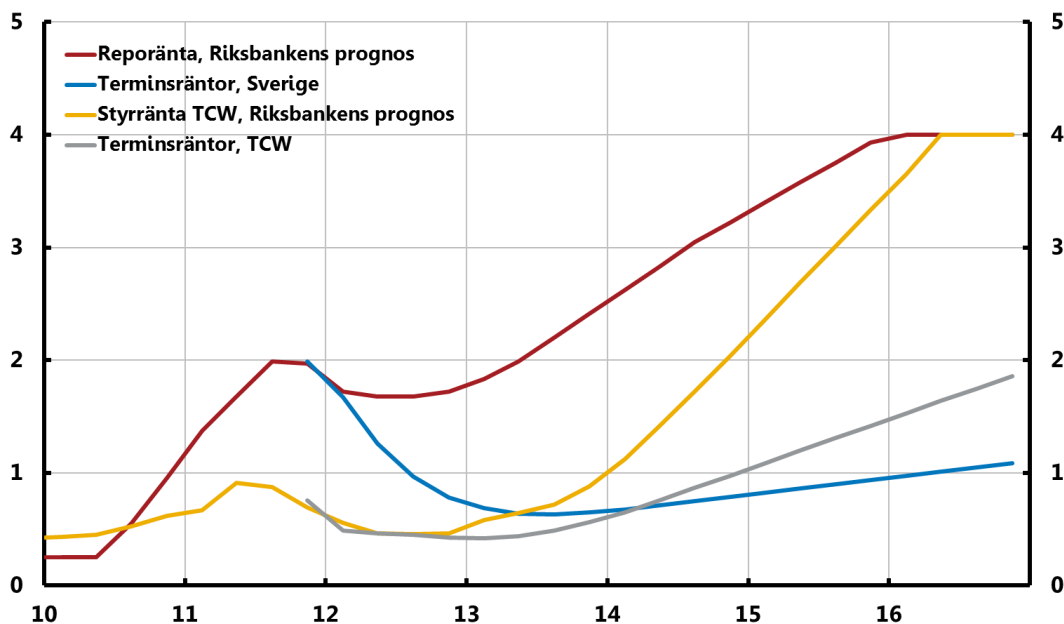
Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att han var mer pessimistisk till utvecklingen i den reala ekonomin i omvärlden än vad som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Svensson befarade att det är mindre sannolikt att skuldskrisen i Europa löses på ett någorlunda bra sätt. Effekterna på realekonomin av detta och

finanspolitiska åtstramningar blir då mer negativa. Som tidigare såg han också ett problem när det gäller Riksbankens prognos för utländska styrräntor. Som han visat med en bild på 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 svensk räntebana, allt annat lika. En högre utländsk räntebana leder, allt annat lika, till mindre skillnad mellan svenska och utländska räntor och allt annat lika till en svagare krona. För att motverka detta måste den svenska räntebanan då ligga högre.

Svensson hänvisade till bild 1 i det diagramunderlag han delat ut. I denna visar den gula linjen nuvarande prognos för TCW-viktade utländska styrräntor, utdragen av honom själv bortom 3-årshorisonten med jämn ökning upp till 4 procent. Den grå linjen visar TCW-viktade implicita terminsräntor, justerad enligt en tumregel med en terminspremie på 1 räntepunkt per månad. Längre fram ligger prognosen betydligt över de implicita terminsräntorna och ger, allt annat lika, upphov till ett betydande skift uppåt i Riksbankens räntebana. Det finns ingen diskussion i utkastet till penningpolitisk uppföljning av dessa viktiga omständigheter, och det finns ingen motivering till varför man tror att centralbankerna i euroområdet, USA och Storbritannien skulle föra en penningpolitik så att TCW-viktade styrräntor börjar stiga efter ett år och sedan stiger i ganska snabb takt efter två år. Detta trots att det har betydande konsekvenser för Riksbankens räntebana.

**Bild 1. Reporäntebana, terminsräntor och prognos för TCW-vägd styrränta, december 2011**

Procent. Terminsräntor från 8 december



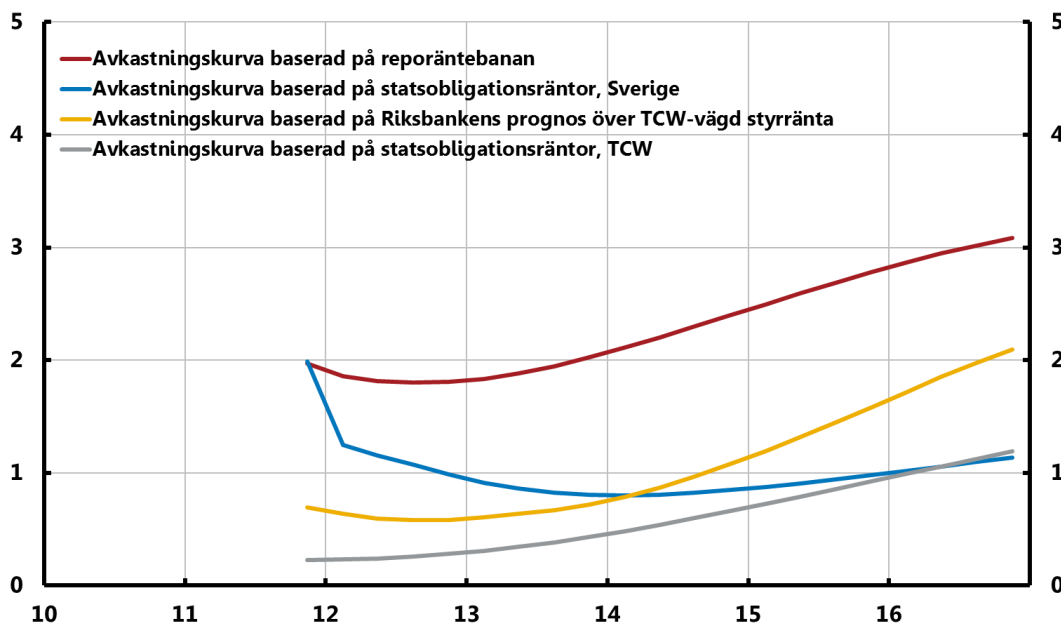
Not: De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier enligt en tumregel på 1 räntepunkt per månad. För kvartalen bortom prognoshorisonten (2014, kvartal 4) är kurvorna extrapolerade med oförändrad lutning och inte baserade på faktisk marknadsprissättning.

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

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 bild 2 visar den grå kurvan den faktiska TCW-viktade utländska avkastningskurvan. Kurvan visar estimerade nollkupongskurvor för statskuldväxlar och statsobligationer. Den gula kurvan i bild 2 visar den utländska avkastningskurva som är förenlig med Riksbankens prognos för utländska styrräntor. För att göra räntorna mer jämförbara har terminspremier enligt tumregeln lagts till. En TCW-viktad femårig marknadsränta är ungefär 110 räntepunkter. Riksbankens höga prognos för utländska styrräntor motsvarar en femårsränta som är ungefär 100 räntepunkter högre. Något förenklat kan man säga att Riksbankens analys utgår från att utländska femårsräntor är ungefär 100 punkter högre än vad de faktiskt är.

## Bild 2. Avkastningskurvor, december 2011

Procent. Statsobligationsräntor från 8 december



Not: Blå och grå kurva är baserade på marknadsprissättning. Röd och gul kurva baseras på röd och gul kurva i bild 1. För bättre jämförelse med the marknadsbaserade kurvorna har en löptidspremie enligt tumregeln lagts till.

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

Svensson påminde om att Norges Bank enligt sin senaste penningpolitiska rapport (inför mötet den 19 oktober) gör en annan bedömning. Där uttryckte Norges Bank 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. Norges Banks prognos för utländska styrräntor överensstämmer således med terminsräntorna.

Sammanfattningsvis var Svenssons uppfattning således att prognosen för utländska räntor ligger för högt och att det bidrar till en för hög räntebana för Sverige. Det vore bättre att låta prognosen utgå från utländska terminsräntor och sedan justera den utifrån en bedömning av penningpolitiken i euroområdet, Storbritannien och USA. Han underströk som tidigare att det är otillfredsställande att denna viktiga fråga inte tas på allvar. Eventuella avvikelser från implicita terminsräntor bör vara väl motiverade och noggrant diskuterade, och inte smygas in, eftersom de har stor effekt på Riksbankens räntebana.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade att det redan vid det penningpolitiska mötet i oktober var uppenbart att de akuta riskerna för den internationella ekonomin var mer centrerade till euroområdet än till USA. De här tendenserna har stärkts sedan dess.

På goda grunder har tillväxtprognosen för euroområdet reviderats ner. Den försiktiga återhämtning som förväntas andra halvåret nästa år baseras på ett antagande om att den akuta skuldcrisen kan hanteras så att situationen på finansmarknaderna stabiliseras. Det är fortfarande svårt att bedöma om de åtgärder som vidtagits eller aviseras kommer att få den effekten. Det finns vissa tecken på en kreditåtstramning i euroområdet även om situationen inte kan liknas vid åren 2008-2009. En klart förvärrad situation skulle kunna innebära ett större avbräck för BNP-tillväxten än vad som antas i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Under sommaren och början av hösten diskuterades recessionsrisken i USA livligt. Det temat har sedan successivt tappat i aktualitet, och nu kan det skönjas mer positiva tecken. Den privata konsumtionen har till exempel överraskat uppåt och hushållens förtroende har inte fortsatt ner utan i stället rört sig uppåt en bit även om det sker från en mycket låg nivå. Sysselsättningen fortsätter att öka, även om det sker i måttlig takt, och revideringar av statistiken visar att utvecklingen efter sommaren inte varit så dålig som tidigare siffror utvisade. Det kan också nämnas att inköpschefsindex för tillverkningsindustrin, både vad avser order och produktion, har stigit kontinuerligt sedan augusti och nu ligger en god bit över 50-strecket som markerar tillväxt.

Även när det gäller USA är det svårt att bedöma den politiska processen och vad den för med sig beträffande den offentliga budgeten och därmed den reala ekonomin. Den kongresskommitté som var tillsatt för att lösa den långsiktiga budgetkonsolideringen kom inte till något resultat vilket innebär att automatiska åtstramningar sker från 2013. Det var något som också antogs i prognosen i oktober. I prognosen i den penningpolitiska uppföljningen finns också ett antagande att både den temporärt förlängda arbetslöshetsersättningen och den sänkta löntagarskatten, som båda påverkar hushållens disponibelinkomst, rullas tillbaka efter årsskiftet. Den senaste helgen har man i senaten kommit överens om att låta åtgärderna ligga kvar ett par månader in i nästa år medan man fortsätter att förhandla om besluten för resten av året. I representanthuset har man ännu inte fattat beslut i frågan. Positiva överraskningar på det politiska planet skulle kunna leda till en något bättre realekonomisk utveckling.

Wickman-Paraks bedömning var att det inte finns anledning att förvänta sig någon exceptionell återhämtning i den amerikanska ekonomin, men grunden för en mycket pessimistisk prognos finns inte heller så här långt.

Wickman-Parak sammanfattade med att det inte är så enhetligt becksvalt vad gäller tillväxtförutsättningarna i omvärlden. Dessutom har fallet i indikatorerna för euroområdet bromsat upp. Tillväxtekonomierna bromsar in, men så här långt verkar de ändå kunna växa i hyfsad takt. Hennes bedömning var att den internationella prognosen är rimlig. Väl medveten om alla risker som lurar om hörnet menade hon att man får ta ett prognostillfälle i taget och hela tiden anpassa sig till det man kan utläsa från ny information.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** ansåg att prognosen för utvecklingen i omvärlden i utkastet till penningpolitisk uppföljning är rimlig givet den information som finns i dagsläget. Denna gång har det gjorts en ganska betydande nedrevidering av tillväxtprognosen i omvärlden för 2012 och 2013, vilket är rimligt i ljuset av att skuldkrisen i euroområdet fortfarande inte fått någon trovärdig lösning och det nu är tydligt att de försämrade tillväxtutsikterna i Europa har negativa effekter också i andra delar av världen, så att tillväxten även i Asien och Latinamerika dämpas.

Prognosen i den penningpolitiska uppföljningen förutsätter också ännu större åtstramning av finanspolitiken i euroområdet än vad som låg i den tidigare prognosen eftersom ytterligare åtstramningar har annonserats i Italien, Frankrike och Irland. Dessutom kan det förväntas en viss kreditåtstramning i euroområdet eftersom många banker har problem med sin kapitaltäckning och marknadsfinansiering. Euroområdet dras med en olycklig koppling mellan svaga statsfinanser och problem i banksektorn. Det är framför allt lokala banker som innehar statspapper. När värdet på dessa faller påverkas bankernas balansräkningar negativt, vilket ytterligare spär på problemen genom att bankernas utlåningskapacitet minskar.

Prognosen har, fortsatte Ekholm, denna gång landat i en regelrätt recession i euroområdet. Inte en djup sådan, men dock ett par kvartal med negativ tillväxt. Samtidigt antas att resten av världen fortsätter att växa i hyfsad takt, så det är inte en prognos där huvudspåret är att stora delar av världsekonomin faller ner i recession. Dessutom antas nedgången i euroområdet bli relativt kortvarig och där antas en återhämtning komma igång under andra halvåret 2012.

Ekholm ställde sig bakom detta, men liksom Lars E.O. Svensson hade hon invändningar mot prognosen för de utländska styrräntorna. Dessa avviker liksom tidigare från de implicita terminräntorna genom att ligga högre. Denna gång är visserligen skillnaden något mindre uttalad och, som Nessén påpekade i sin föredragning av utkastet till penningpolitisk uppföljning, så har prognosen reviderats ned betydligt, vilket Ekholm ansåg vara positivt. Men hon betonade att hon fortfarande tycker att det är svårt att motivera varför man skulle förvänta sig att utländska styrräntor börjar stiga i början av 2013 givet vad som kan antas om behoven av finanspolitisk åtstramning även under 2013 och 2014. Det kanske finns goda argument för detta, men de har i så fall inte riktigt mejslats ut än.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att kommentera den politiska processen med att komma tillrätta med problemen med de offentliga finanserna i Europa. Det förra penningpolitiska mötet ägde rum i samma veva som presentationen av det så kallade oktoberpaketet, där marknaden skulle övertygas om att politikerna i Europa, och framför allt inom euro-området, nu satte kraft bakom orden när det gällde att vända den finansiella krisen. Marknaden blev inte övertygad, sannolikt till följd av att paketet visade sig vara ganska tomt. Framför allt fanns inga nya åtaganden från euroländerna att bidra



med kapital. Där fanns nya krav på riskkapital i bankerna, men mycket lite om hur det kapitalet skulle komma fram om den privata marknaden inte ställde upp. Där fanns ett program för att ytterligare skriva ned grekiska statsobligationer som innehades av den privata sektorn (ej den offentliga), nu med totalt 50 procent, utan att Grekland ställde in betalningarna.

Syftet med att få den privata sektorn att bära sin del av bördan (Private Sector Involvement eller PSI) är naturligtvis gott. Det vore stötande om privata placerare, ofta europeiska banker, skulle få en hög avkastning på obligationer som i grunden var garanterade av skattebetalarna. Å andra sidan är det sannolikt så att PSI varit starkt medverkande till att den grekiska krisen spridits vidare i Europa, i första hand till Italien och Spanien, men också till Belgien och Frankrike. De räntor som dessa länder får betala när de löpande ska refinansiera lån som förfaller har ju stigit markant under hösten. Nyberg menade att han inte trodde att detta beror på att marknaden tror Frankrike eller Italien skulle falla, även om de stigande räntorna ofta tolkas som en stigande risk för att länderna ska ställa in sina betalningar. Det beror snarare på att marknaden sätter en viss sannolikhet till att politikerna kommer att agera i Italien på samma sätt som man gjort i Grekland, nämligen tvinga den privata sektorn att delta i en skuldavskrivning, även om landet inte ställer in betalningarna. Och detta räcker för att tvinga upp räntorna till nivåer som inte är långsiktigt hållbara – vilket i sin tur ökar oron i marknaden för att politikerna ska kräva nya bidrag från investerarna.

Nyberg konstaterade att framför allt Italien och Spanien fått betala ett ganska högt pris i form av stigande lånekostnader för kravet att låta privata investerare i grekiska statspapper vara med och betala den grekiska notan – hur rimligt det kravet än kan framstå. När nu europeiska banker tvingas skriva ner även andra länders statsobligationer (i den mån de stigande räntorna tolkas som en risk för betalningsinställelse) blir det också högst sannolikt så att vissa stater måste bidra med kapital till sina banksystem. Då stiger kostnaderna för krisen ytterligare. När dessutom skuldcrisen tydligt sprider sig till den reala ekonomin och minskar tillväxtutsikterna så får man betala även här. Och här får Sverige som ett europeiskt grannland också vara med och betala eftersom den fallande BNP-tillväxten drabbar våra exportmarknader.

Nyberg menade att man så här i efterskott kan säga att PSI kanske inte var så välbetänkt. Att på detta sätt bekämpa "moral hazard", det vill säga att bankerna tar stora risker bland annat genom att köpa högavkastande obligationer och räknar med att slippa stå för eventuella förluster då staten stöttar dem om problem uppstår, framstår som mycket kostsamt. Det måste ha gått att finna billigare lösningar. Man har nu från politiskt håll försäkrat att PSI inte kommer att tillämpas på några andra länder i Europa. Men marknader tror på vad politikerna gör och inte på vad de säger, så här finns nog en liten förtroendemässig uppförsbacke.

Nyberg fortsatte med att påpeka att det senaste toppmötet skulle än en gång bidra till att återställa marknadens förtroende, men investerarna är svårflörtade. Man kom visserligen överens om ett första steg i syfte att begränsa framtida skulduppbyggnad i euro-området, men det löser inte den nuvarande krisen. Dessutom växer bilden fram av ett alltmer splittrat Europa. Mest trovärdigt i marknadens ögon är att Europa ska låna euro till IMF som sedan ska låna dem tillbaka till Europa. Kina och andra länder ska också få möjlighet att bidra. Det trovärdiga ligger i att IMF har en apparat för att ställa krav vid utlåningen och att följa upp dessa krav. Europa saknar en sådan institution. Men visst känns det absurt att euroområdet, som kan skapa euro i obegränsad mängd, ska behöva låna ut dessa till IMF för att IMF ska sköta utlåningen till behövande europeiska länder. Andra vägar runt förbudet mot monetär finansiering, det vill säga att ECB skapar pengar, borde ha varit möjliga. Och visst känns det märkligt att det rika Europa ska behöva ekonomisk hjälp från tillväxtländerna för att man inte kan hantera sina egna interna problem. Vad kommer eftervärlden att säga om detta? Och vad tänker man i Asien?

Nyberg avslutade sitt inlägg med att särskilt mycket gott från Europa kan Sverige alltså knappast vänta sig under den närmaste tiden. Kanske kan man ändå hoppas på att utvecklingen håller på att vända i USA. Vinsterna i företagen är goda och konsumentförtroendet har förbättrats. Det finns också ett antal andra tecken på det, som noteras i den penningpolitiska uppföljningen.

Första vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att säga att han tyckte att bilden av den internationella utvecklingen i utkastet till penningpolitisk uppföljning är rimlig.

Utvecklingen i Europa är fortfarande bekymmersam. Framtidsinriktade indikatorer ser lite sämre ut än i oktober, stressnivån på de finansiella marknaderna är nu lika hög som den var i USA efter Lehmans konkurs hösten 2008 och prognosen för euroområdet har reviderats ned till i stort sett nolltillväxt 2012.

Det är främst två saker, menade Öberg, som behöver göras för att lugna marknaderna och få igång återhämtningen i ekonomin. Länder med stora budgetunderskott måste få in de offentliga finanserna på långsiktigt hållbara utvecklingsbanor och stabiliteten i banksektorn måste stärkas. Underskotten i de offentliga finanserna måste elimineras och skuldkvoterna måste börja minska. Under hösten har också ytterligare ett antal beslut fattats om budgetförstärkningar och en diskussion pågår om ett mellanstatligt avtal om striktare budgetregler.

Beslut har också tagits om att förstärka kapitalbasen i de europeiska banker som kom dåligt ut i den europeiska bankmyndighetens (EBA) stresstest och om att utöka kapaciteten vid europeiska fonder (EFSF och ESM) och Internationella valutafonden (IMF) för att stärka den finansiella stabiliteten. Det är för Sveriges del väsentligt att även Riksbanken deltar i förstärkningen av IMF:s resurser genom bilaterala lån, förutsatt en

rimlig bördefördelning och att lån till europeiska länder kan ges med strikt konditionalitet.

Det är lätt, menade Öberg, att bli frustrerad över den tid det tar att komma fram till tydliga beslut i EU. Men ser man det i ett längre perspektiv så har det hänt mycket sedan finanskrisen drabbade Europa med full kraft hösten 2008. Budgetsaneringen är på gång i flera länder, tre europeiska tillsynsmyndigheter och ett systemriskråd har etablerats, regelverket för de finansiella marknaderna håller på att stramas upp, och så vidare. Öbergs bedömning är att man kommer att kunna hantera problemen i euroområdet, även om det kan ta tid innan man ser någon tydlig förbättring. Erfarenheterna av Sveriges kris under 1990-talet är att det tog flera år att etablera ett förtroende på marknaderna.

Inflationen i euroområdet var ovanligt hög i november, 3 procent. Den underliggande inflationen har ökat under året, trots ett negativt produktionsgap. Men både i den penningpolitiska uppföljningen och hos de flesta andra prognosmakare räknar man med att inflationen faller tillbaka till under 2 procent nästa år. Mot bakgrund av den fallande inflationen och den svaga reala utvecklingen är det naturligt att ECB har sänkt sin styrränta två gånger under hösten. Det gör det på marginalen lättare även för Riksbanken att sänka reporäntan utan att det orsakar problem på de finansiella marknaderna. ECB har också sänkt kassakraven och förbättrat bankernas möjligheter att låna av ECB i både euro och dollar.

Utvecklingen i USA är bättre än i Europa. Ny statistik har kommit in lite bättre än väntat och prognosen för BNP-tillväxten har reviderats upp en aning till knappt 2 procent 2012. Men även i USA är problemet med de offentliga finanserna stort. Budgetunderskottet är till och med större i USA (10 procent av BNP 2011) än i euroområdet (4 procent av BNP 2011). Finanspolitiken kommer därför att behöva vara åtstramande de närmaste åren, vilket i sig kommer att hålla tillbaka tillväxten. Men penningpolitiken är å andra sidan stimulerande. Det understöder sammantaget bilden av en fortsatt men långsam återhämtning i USA.

Öberg underströk att andra delar av världsekonomin däremot utvecklas betydligt bättre. IMF räknar i sin senaste prognos från i oktober med en BNP-tillväxt i tillväxt- och utvecklingsländerna på cirka 6 procent 2012 och i den penningpolitiska uppföljningen har prognosen för BNP-tillväxten i världen som helhet för nästa år endast reviderats ned med en tiondels procent. Trots problemen i Europa är därför situationen i omvärlden inte lika dramatisk som 2009. Prognosen i den penningpolitiska uppföljningen är en BNP-tillväxt på 3,7 procent 2012 för världen som helhet, medan världs-BNP föll med 0,7 procent 2009. Det finns därför inte samma skäl som under 2008- 2009 att göra drastiska förändringar av penningpolitiken i Sverige.

På lite längre sikt, menade Öberg, när krisen i USA och Europa är över, finns det en risk att den höga tillväxten i världen med åtföljande stigande efterfrågan på energi och

råvaror och en långsam anpassning av utbudet på dessa marknader kommer att resultera i en stigande inflationstakt som det gjorde innan finanskrisen bröt ut. Men om och när det inträffar får penningpolitiken anpassas därefter.

Riksbankschef **Stefan Ingves** delade synen på den internationella utvecklingen såsom den beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Sammantaget noteras sämre tillväxtutsikter i omvärlden. Bilden är dock fortfarande splittrad. Den europeiska skuldkrisen dämpar nu mer tydligt utsikterna i Europa för nästa år. I en del tillväxtländer finns det tecken på att den goda återhämtningen efter den finansiella krisen 2008-2009 bromsar in en del. Men för USA, där den finansiella krisen uppstod, har prognosen för BNP-tillväxten reviderats upp något. Det är ju nu många år sedan fastighetskrisen briserade i USA. Det intryck man får, menade Ingves, är att ekonomin håller på att vända av sig själv i ett läge när man har en rad återstående fundamentala problem.

Ingves menade därför att trots en stor politisk osäkerhet i Europa är inte omvärldsbilden nattsvart och han såg inte skäl till någon dramatisk revidering av bilden. I euroområdet karaktäriseras nuläget av skuldkrisen och fallande förtroende. Några länder har fattat beslut om ytterligare finanspolitiska åtstramningar, men det är fortfarande svårt att se vad som kommer att ske. Det finns också tecken på en stramare kreditgivning enligt den europeiska centralbankens (ECB:s) "Bank Lending Survey". Den underliggande inflationen har stigit till följd av högre tjänste- och matpriser trots att det finns lediga resurser i ekonomin. Dessa effekter bedöms dock bli kortvariga och bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen är att inflationen dämpas framöver. Penningpolitiken har också gjorts mer expansiv. ECB har också infört en möjlighet för bankerna att låna på tre års löptid. Ingves intryck var att de extraordinära åtgärderna egentligen är viktigare än själva räntesättningen eftersom transmissionsmekanismen för penningpolitiken mer eller mindre förefaller ha satts ur spel. Det är svårt att tyda vad som egentligen är en europeisk ränta i dag.

Ingves fortsatte sitt inlägg med att konstatera att prognosen för BNP-tillväxten för euroområdet i den penningpolitiska uppföljningen visar på en tillväxt på endast 0,2 procent innan ekonomin sedan återhämtar sig. Den svaga utvecklingen i euroområdet dämpar den svenska exporten. Den svenska exporten till krisländerna i södra Europa är dock mindre än till länderna i den norra delen. Mer än hälften av svensk export till euroområdet går till Tyskland, Finland och Nederländerna. Det är av betydelse eftersom dessa länder sannolikt klarar att få till en återhämtning snabbare än Sydeuropa.

Riskerna är dock enligt Ingves fortfarande stora eftersom euroområdet drabbats av en rejäl förtroendekris. Införandet av ett starkare finanspolitiskt regelverk i EU finns nu mer tydligt på den politiska agendan. Det är dock i dag svårt att säga i vilken grad nya finanspolitiska regelverk kommer att tillämpas i enskilda länder. Det förefaller också finnas en klyfta mellan långsiktiga åtaganden och vad som behöver göras i närtid. Osäkerheten om hanteringen av krisen i Europa är därför inte över. En fördjupad kris i

euroområdet skulle få stora negativa konsekvenser för ett litet handelsberoende land som Sverige. Det ligger i Sveriges intresse att låna ut pengar till IMF, som i sin tur kan lånas ut till euroländer i kris med krav på bindande åtaganden att stärka de offentliga finanserna, de finansiella systemen och konkurrenskraften. Ingves bedömning var att IMF kan stå för tydligare villkorsställande än länderna själva eller olika europeiska institutioner.

Ingves avslutade sitt inlägg med att ta upp en helt annan fråga. Det TCW-index som Riksbanken använder för att beskriva omvärldens påverkan på den svenska ekonomin via våra viktigaste handelspartners genom de prognoser som görs för omvärldens BNP-tillväxt, inflation, styrräntor och den svenska växelkursen, skapades 1992. Det har hänt ganska mycket sedan dess och det är, menade Ingves, nu dags att modernisera TCW så att rådande handelsströmmar fångas bättre.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** höll med Ingves om att TCW-vikterna behöver revideras och betonade behovet av att gå över till det så kallade KIX-indexet som utgångspunkt för bedömningen av hur omvärlden påverkar de svenska exportförutsättningarna. Han höll också med om att det kan vara av intresse att disaggregera exporten till euroområdet om marknaden i olika euroländer för svensk export utvecklas olika. Nuvarande TCW-vikter för euroområdet, USA och Storbritannien summerar till cirka 79 procent. Det är klart att den svenska ekonomin är mycket beroende av utvecklingen i detta område och dessa länder, som ju alla befinner sig i allvarlig kris.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade Svenssons inlägg om svenskt handelsmönster med att som tumregel för exportmönstret kan man ha en gravitationsmodell där storleken på svensk export förklaras av mottagarlandets geografiska närhet och ekonomiska storlek. Kina har under senare tid kommit att bli Sveriges tionde viktigaste exportland, vilket hänger samman med den kinesiska ekonomins ökade andel av världsekonomin. Detta fångas tyvärr inte upp av TCW-indexet.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** menade att det är viktigt att inte bara titta på första mottagarland för svensk export utan också analysera vart varor och tjänster går i nästa led. Det vore bra om man i samband med beräkningar av KIX-index och exportmarknadstillväxt även kunde ta hänsyn till den slutliga destinationen av exporten till exempel genom input-output-tabeller. En del av det vi exporterar till Tyskland, Holland och Belgien går sedan vidare till Kina och andra tillväxtländer.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påminde om att prognosen för exportmarknadstillväxten baseras på våra 15 största handelspartners och att till exempel några tillväxtekonomier därmed faktiskt inkluderas.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattande sedan diskussionen av konjunkturutsikterna i omvärlden med att det råder en ganska stor samstämmighet inom direktionen när det gäller den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och källorna till

osäkerhet om denna utveckling. Däremot finns det vissa avvikelser i synen på styrränteutvecklingen i de stora valutaområdena.

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

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förklarade att han tycker det är bra att sänka räntan och räntebanan nu. Men huvudscenariots prognos för KPIF-inflationen är fortfarande för låg i förhållande till inflationsmålet på 2 procent och arbetslöshetsprognosen fortfarande för hög i förhållande till en hållbar nivå på arbetslösheten. En ännu lägre räntebana gör att KPIF-inflationen kommer närmare målet och arbetslösheten kommer närmare en hållbar nivå. Svensson önskade att Riksbanken nu skulle visa samma handlingskraft som under senhösten, vintern och våren 2008-2009, när banken flera gånger sänkte räntan kraftigt när detta behövdes för att bäst stabilisera inflation och resursutnyttjande.

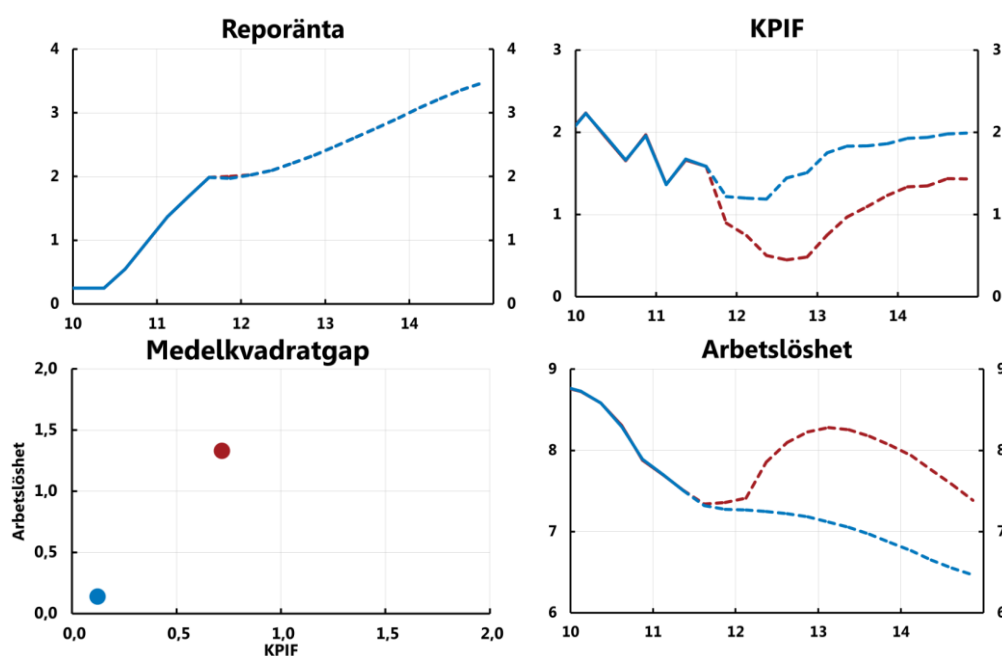
Svensson reserverade sig mot delar av utkastet till penningpolitisk uppföljning. Han förordade att reporäntan sänks med 50 punkter till 1,5 procent vid detta möte och en lägre räntebana som ligger på 1,25 procent från och med andra kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och sedan stiger i jämn takt till strax under 3 procent vid prognosperiodens slut.

Huvudscenariots räntebana ligger för högt av tre skäl. För det första ger, som han redan nämnt, 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. Dessutom är Riksbankens analys av, och mått på, resursutnyttjande oklara och lider av en betydande begreppsförvirring. Man måste skilja på mått på resursutnyttjandet som målvariabel och som inflationsindikatorer. Detta är olika saker, men i Riksbankens analys blandas de ihop. I utkastet till penningpolitisk uppföljning står att "det inte finns något entydigt sätt att mäta resursutnyttjandet". Det är inte märkligt att man kommer till den slutsatsen när man blandar ihop olika syften med måtten. Det finns dock starka skäl för att gapet mellan arbetslösheten och den hållbara arbetslösheten är den mest lämpliga målvariabeln.

För det tredje kan man visa att en lägre räntebana stabiliserar KPIF-inflationen bättre runt 2 procent och arbetslösheten bättre runt en nivå på 6,5 procent även om man accepterar den höga prognosen för utländska styrräntor och den höga skattningen på 6,5 procent av den hållbara arbetslösheten. Oavsett hur man ser det så representerar således huvudscenariot en penningpolitik som inte är väl avvägd.

Svensson betonade därefter att utsikterna för inflation och arbetslöshet är mycket sämre nu än vid oktobermötet. För att illustrera hur läget har förändrats ville han presentera ett preliminärt försök att visa hur mycket ny information och nya bedömningar har skiftat prognosen för KPIF-inflationen och arbetslösheten jämfört med oktoberprognosen, under ett antagande om en oförändrad räntebana. Att hålla räntebanan oförändrad gör jämförelsen mellan oktober och december mer rättvisande, eftersom man då kan isolera effekterna på inflation och arbetslöshet av den nya informationen och de nya bedömningarna. Om räntebanan inte hålls oförändrad försvåras jämförelsen då också effekter av den ändrade räntebanan läggs till.

**Bild 3. Jämförelse av prognos för KPIF och arbetslöshet, oktober och december 2011, med oförändrad räntebana från oktober**



Not: Blå linje och punkt visar prognosen i den penningpolitiska rapporten från oktober. Röd linje och punkt visar prognosen i december. Den har beräknats för oförändrad räntebana från i oktober med hjälp av Riksbankens modell Ramses.  
Källor: SCB och Riksbanken

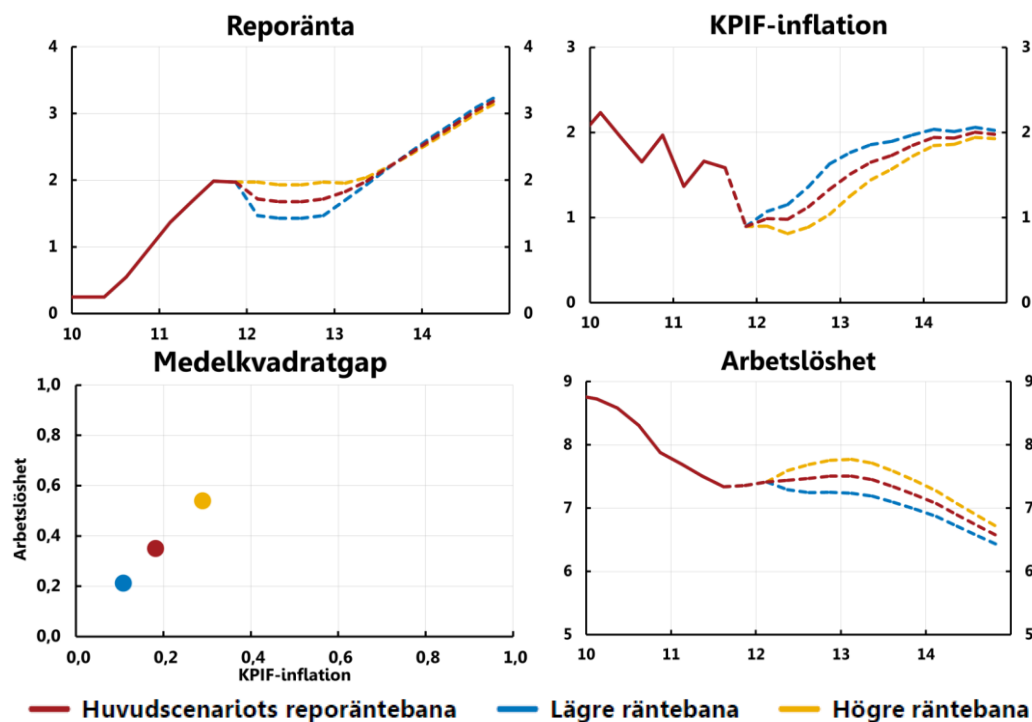
Bild 3 visar prognoserna för KPIF-inflationen och arbetslöshet i oktober (blå kurvor) och december (röda kurvor) för oförändrad räntebana från i oktober. Decemberprognosen för KPIF-inflationen ligger för oförändrad räntebana ungefär en procentenhet lägre drygt ett år framåt. Decemberprognosen för arbetslösheten ligger ungefär 1,2 procentenheter högre ett till två år framåt. Beräkningarna bakom decemberprognosen är komplicerade och resultatet är preliminärt och givetvis beroende på detaljer i hur beräkningarna gjorts. Det är dock klart att det är betydande skift i prognoserna och att läget ser betydligt sämre ut än i oktober. Det motiverar ett betydande skift i reporäntan och räntebanan. Det vore intressant att jämföra med hur mycket läget försämrades enligt denna måttstock

under senhösten 2008 och våren 2009, när reporäntan och reporäntebanan skiftades ner kraftigt. Det har dock inte funnits tid till att göra detta nu. Svensson ansåg det önskvärt att detta sätt att mäta effekterna av ny information och nya bedömningar med oförändrad räntebana utvecklas vidare och blir ett standardelement i den penningpolitiska beslutsprocessen framöver.

Svensson fortsatte med sitt tredje skäl till att räntebanan ligger för högt, nämligen att en lägre räntebana än den i huvudscenariot bättre stabiliserar KPIF-inflationen och arbetslösheten även om man accepterar huvudscenariots antaganden om en hög prognos för utländska styrräntor, och en hög hållbar arbetslöshetsnivå på 6,5 procent. I bild 4 visas prognosen för KPIF-inflationen och arbetslösheten för olika räntebanor under dessa antaganden. 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. Därmed kan man se att en lägre räntebana ger en bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. I den nedre vänstra bilden ser man också att medelkvadratgapet blir lägre för både inflation och arbetslöshet med den lägre räntebanan.

#### Bild 4. Penningpolitiska alternativ, december 2011

Utländska räntor enligt Riksbankens prognos; hållbar arbetslöshet 6,5 procent; Lägre räntebana: -50 räntepunkter i december och -25 punkter i januari



Källor: SCB och Riksbanken



Som visas i bild 3 har prognosen för inflation och resursutnyttjandet med oförändrad räntebana skiftat kraftigt ner från oktober till december. Huvudscenariots räntebana i bild 4 har sänkts jämfört med i oktober, 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. Som framgår av bild 4 skulle en ytterligare sänkning av räntebanan förbättra målpuppfyllelsen för både KPIF-inflationen och arbetslösheten. Därför är inte penningpolitiken i huvudscenariot väl avvägd, hävdade Svensson. Detta bör vara uppenbart för alla och man behöver inte vara någon expert på penningpolitik för att inse detta, betonade han.

Varför sänks då inte räntebanan mer? Det enda argument Svensson hade hört i diskussionerna som föregått detta möte är att man inte ska skifta räntebanan för mycket. Men ett sådant argument innebär att reporäntan blivit en explicit eller implicit målvariabel, vid sidan av inflationen och resursutnyttjandet, där små skift anses bättre än stora skift. Det är inte rätt, menade han. Reporäntan bör blott och enbart vara ett medel för att stabilisera de rätta målvariablerna, inflationen och resursutnyttjandet.

Svensson gick så vidare till sitt andra skäl till att räntebanan ligger för högt, nämligen att Riksbanken överskattar resursutnyttjandet och att analysen av resursutnyttjandet lider av en viss begreppsförvirring.

Som tidigare ville Svensson hålla fram gapet mellan arbetslösheten och en skattning av den hållbara arbetslösheten (den långsiktiga jämviktsarbetslösheten, arbetslösheten i steady state) som den mest relevanta, tillförlitliga och transparenta indikatorn på resursutnyttjandet som målvariabel. Arbetslösheten är mer relevant därför 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 hållbara arbetslösheten, men det är betydligt lättare än att skatta potentiell BNP. Arbetslöshetsgapet är mest transparent, eftersom arbetslösheten är mest känd och väl förstådd av såväl experter som allmänhet.

Som tidigare är Svenssons bedömning tills vidare att den hållbara arbetslöshetsnivån är ungefär 5,5 procent snarare än Riksbankens bedömning på 6,5 procent och att Riksbanken därmed överskattar resursutnyttjandet.

Riksbanken använder fler mått på resursutnyttjandet än arbetslöshetsgapet, nämligen sysselsättningsgapet, timgapet och BNP-gapet. Det finns dock betydande svagheter i timgapet och BNP-gapet som målvariabler. Däremot kan de kanske vara relevanta som indikatorer på inflationstryck, men det är som sagt viktigt inte blanda ihop dessa med resursutnyttjandet som målvariabel.

Timgapet består av sysselsättningsgapet och medelarbetstidsgapet (faktisk medelarbetstid minus potentiell medelarbetstid). Om medelarbetstidsgapet stiger så stiger timgapet. Om man då vill stabilisera timgapet ska man sänka sysselsättningen och höja arbetslösheten. Det verkar inte rimligt.

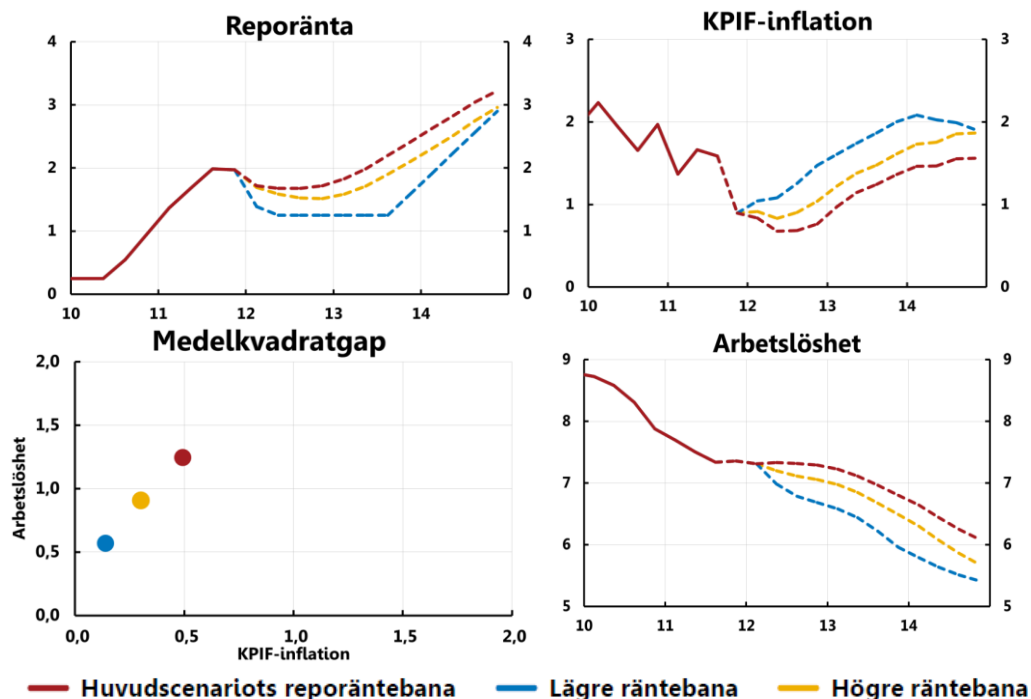
BNP-gapet består av timgapet och arbetsproduktivitetsgapet (faktisk arbetsproduktivitet minus potentiell arbetsproduktivitet). Om man vill stabilisera BNP-gapet ska man sänka sysselsättningen när produktiviteten är högre än normalt. Det verkar inte rimligt och är tvärtemot vad som allmänt anses effektivt, nämligen att arbeta mer under perioder när produktiviteten är hög. Dessutom beräknas potentiell arbetsproduktivitet med faktisk kapitalstock när det borde vara hållbar kapitalstock, det vill säga kapitalstocken i steady state.

Fler poster läggs till ju längre man går i denna lista, med fler felkällor och mindre tillförlitlighet. Samtidigt blir välfärdsrelevansen mindre. Det är svårt att se att ett högt medelarbetstidsgap eller ett högt arbetsproduktivitetsgap skulle, allt annat lika, vara ett bra skäl till att sänka sysselsättningen och öka arbetslösheten.

Svensson hänvisade slutligen till bild 5 för att förklara varför han vill ha den lägre räntebanan. Bilden visar prognoser för KPIF-inflationen och arbetslöshet under antagande om utländska räntor i enlighet med terminsräntor och Svenssons bedömning av den hållbara arbetslöshetsnivån på 5,5 procent. Blå kurvor visar prognoser enligt den räntebana Svensson förordnade. Röda kurvor visar prognoserna med huvudscenariots räntebana.

### Bild 5. Penningpolitiska alternativ, december 2011

Utländska räntor enligt implicita terminräntor; hållbar arbetslöshet 5,5 procent



Källor: SCB och Riksbanken

Huvudscenariots räntebana ger en prognos för KPIF-inflationen långt under 2 procent. En lägre utländsk räntebana ger med huvudscenariots räntebana en större räntedifferens till omvärlden och en starkare krona som drar ner inflationen och exporten. Den lägre räntebanan ger högre KPIF-inflation närmare 2 procent och en betydligt lägre arbetslöshetsprognos närmare 5,5 procent. Måluppfyllelsen för både inflation och arbetslöshet blir därmed avsevärt mycket bättre med den lägre räntebanan.

Det är värt att notera att detta resultat i nuvarande situation 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 påtalade vid det penningpolitiska mötet i oktober är det dock resurskrävande och uppstår en del tekniska svårigheter som ännu inte är avklarade när det gäller att göra prognosberäkningar för räntebanan som ligger långt ifrån huvudscenariot och därvid mer precist bestämma vilken bana som är bäst. Svensson menade dock att hans föreslagna räntebana innebär en väsentligt förbättrad måluppfyllelse jämfört med huvudscenariot. Därför får denna bana duga nu. Men nästa gång kan en ny analys mycket väl komma fram till att det blir bättre måluppfyllelse med

en klart lägre bana än denna. En ny analys kan också komma fram till att räntebanan bör ligga lägre vid prognosperiodens slut.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att knäckfrågan i prognosen är hur mycket Sverige kommer påverkas av problemen i euroområdet. Svensk ekonomi dras inte med samma problem som euroområdet, framför allt inte när det gäller statsfinanserna. Man kan kanske tycka att Sverige borde kunna förbli ganska opåverkade av att USA och flera länder i Europa tvingas till finanspolitiska åtstramningar. Det är dock oundvikligt att Sverige påverkas av lägre efterfrågan på svenska exportprodukter och att en allmän pessimism om framtiden sprider sig också till svenska hushåll och företag. Däremot kommer Sverige troligen inte drabbas lika hårt av den senare tidens ökade stress på de finansiella marknaderna. Det beror på att det inte finns något uppenbart skäl till varför svenska banker skulle strama åt kreditgivningen utöver vad som motiveras av konjunkturläget i sig. Dels är de svenska bankerna välkapitaliserade i utgångsläget, dels har värdet på svenska statsobligationer gått upp snarare än ned. Det sista innebär att kopplingen mellan statsfinanserna och bankernas situation snarare verkar till de svenska bankernas fördel.

Utkastet till penningpolitisk uppföljning innebär dock en betydande försämring av tillväxtförutsättningarna för Sverige. Det hänger samman med att det i prognosen nu räknas med en större inbromsning i Europa. Dessutom är prognosen för inflationen i Sverige nedreviderad, bland annat på grund av att inflationen under hösten har varit lägre än väntat. Sammantaget talar detta för en mer expansiv penningpolitik än vad som förutsågs i oktober.

Ekholm påpekade att hon redan i oktober var för en räntesänkning och en lägre reporäntebana än den som fanns i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. Ur den synvinkeln var det enligt Ekholm uppenbart att hon ville vara för en räntesänkning och en nedrevidering av räntebanan nu. För Ekholm var frågan snarare hur mycket hon ansåg att reporäntan och räntebanan borde revideras ned. Ekholms ställningstagande i oktober innebär att reporäntan nu skulle varit 1,75 procent. Med det som utgångspunkt innebär inte den föreslagna sänkningen med 25 räntepunkter någon ytterligare penningpolitisk stimulans i närtid jämfört med vad hon ville ha i oktober. Den räntebana hon förespråkade då gick ned till 1,5 procent. Därför utgör heller inte räntebanan som föreslås i den penningpolitiska uppföljningen någon ytterligare expansion, utan snarare tvärtom. Av detta följer, enligt Ekholm, att det är motiverat med en större nedrevidering av räntebanan än den som föreslås i den penningpolitiska uppföljningen.

När det gäller nivån på reporäntan i dag hade Ekholm denna gång haft svårt att bestämma sig. Under beredningsprocessen hade Ekholm antytt att hon skulle kunna

förorda en sänkning med 25 räntepunkter eftersom det skulle innebära en förändring i rätt riktning, samtidigt som hon då förmodligen skulle slippa att återigen reservera sig mot den delen av beslutet. Men Ekholm hade nu bestämt sig för att förorda en sänkning med 50 räntepunkter eftersom hon egentligen ansåg det befogat med en större räntesänkning.

Ekholms skäl till att vilja ha en lägre reporäntebana än den som föreslås i den penningpolitiska uppföljningen är desamma som vid tidigare beslutstillfällen. Svensson har redan utförligt redogjort för dessa skäl. I princip handlar det om dels att en lägre reporäntebana utgör en mer väl avvägd penningpolitik givet den prognos som har gjorts i utkastet till penningpolitisk uppföljning, dels att en prognos som bygger på implicita terminsräntor istället för nuvarande prognos för utländska styrräntor ger upphov till en prognos för inflation och resursutnyttjande som ligger ännu längre från vad man skulle tycka var förenligt med en väl avvägd penningpolitik.

För att förklara hur stor nedrevidering av räntebanan hon ansåg befogad hänvisade Ekholm till analyserna baserade på Riksbankens analysmodell Ramses som Svensson förklarat tidigare. I dessa analyser studerar man en räntebana som går ned till 1,25 procent och ligger där till och med tredje kvartalet 2013 för att sedan successivt stiga till strax under 3 procent. Denna bana, som Ekholm förklarade att hon ställer sig bakom, ger en mer välavvägd utveckling när det gäller underliggande inflation och resursutnyttjande.

Ekholm ställde frågan om det verkligen spelar så stor roll om man sänker reporäntan med 25 eller 50 punkter, eller om banan bottnar strax över 1,5 eller kring 1,25 procent. Eftersom den framtida utvecklingen är så osäker skulle man kanske kunna tycka att det ena borde kunna fungera lika bra som det andra. Ekholm tyckte ändå att det spelar stor roll vilket av dessa två alternativ man väljer.

Prognoser är osäkra för att man har så lite information idag som är relevant för att bedöma hur ekonomin kommer att se sig två till tre år in i framtiden. I princip har man inte någon information som är relevant för vad man ska tro om läget tre år fram i tiden annat än bedömningar om vad som är långsiktiga, genomsnittliga värden på olika variabler. Det ligger i sakens natur att en medelfristig prognos tenderar att hamna i dessa långsiktiga genomsnittliga värden i slutet av prognoshorisonten, eftersom det är de värden man kan förvänta sig när man inte kan villkora på någon mer specifik information.

Men enligt Ekholm kan inte detta motivera att man vid beslutet om räntebanan inte fullt ut tar hänsyn till hur prognosen för inflation och resursutnyttjande ser ut under hela prognosperioden. Som princip tycker hon att man bör välja den bana som förknippas med den mest önskvärda prognosen, även om man vet att det är ytterst osannolikt att denna prognos kommer att slå in till punkt och pricka.

Detta är viktigt, menade Ekholm, för att räntebanan fullt ut ska kunna fylla sin potentiella roll som penningpolitiskt instrument. Den prognos direktionen lägger idag är villkorad på den information som man har idag. Det gäller alla variabler, inklusive reporäntan. Genom att visa den villkorade prognosen för reporäntan får omvärlden information om vad direktionen menar är en lämplig penningpolitik givet den information och de bedömningar direktionen har gjort. Detta borde idealt sett sedan påverka förväntningarna om de framtida korträntorna och därigenom påverka de längre räntorna, som ju är de räntor som i realiteten har betydelse för hur ekonomin sedan utvecklar sig.

Det är problematiskt att reporäntebanan under lång tid har avvikit mycket och på ett systematiskt sätt från marknadsförväntningarna i termer av implicita terminräntor. I viss mån är de mycket låga svenska terminräntorna uttryck för annat än rena penningpolitiska förväntningar. Men av allt att döma har dessa förväntningar ändå avvikit ganska mycket från räntebanan. När detta har fortgått under en lång tid finns det en risk att reporäntebanans värde som penningpolitiskt instrument minskar genom att den får mindre effekt på marknadsförväntningarna. Det vore olyckligt om det blev så, avslutade Ekholm.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** började med att kommentera Svenssons inlägg där han önskade sig se samma handlingskraft från Riksbankens sida som uppvisades 2008-2009. Hon menade "att visa handlingskraft" inte har något egenvärde. Det som gäller är att sätta den ränta som situationen kräver. Hon noterade också att Svensson egentligen ansåg att en ännu lägre räntebana än den han föreslog förmodligen skulle vara önskvärd. Men på grund att det är tekniskt svårt att beräkna effekten av en räntebana som ligger ännu längre från huvudscenariot ansåg Svensson inte att det var möjligt. Wickman-Parak menade att majoritetens räntebana på det sättet blev en restriktion för Svensson och undrade om han inte i sådant läge ändå borde välja den räntebana som han ansåg rimlig och göra det, oavhängigt av vad modellerna klarar av.

Wickman-Parak fortsatte med att förklara sin syn på penningpolitiken.

Konjunkturprognoser är alltid osäkra. Ju längre fram man blickar desto mer osäkert blir det. Nu beror utsikterna framöver i stor utsträckning på utfallet av den pågående politiska processen för att lösa skuldproblemen i Europa. Resultaten av denna process, och vilka effekterna blir på förtroendet hos aktörerna på finansmarknaden och i den reala ekonomin, är genuint svårt – eller för den delen helt omöjligt – att bedöma med någon grad av säkerhet. Detta innebär att det nu är extra svårt att bedöma utsikterna även på några kvartal framåt.

Att det skulle bli en mer tydlig inbromsning i konjunkturen var uppenbart redan i september då Riksbanken gjorde en ganska ordentlig nedjustering av tillväxtprognosen för det närmaste året. En minde nedjustering följde i oktober. Då fanns fortfarande

ganska starka utfallsiffror för export och produktion, men indikatorerna pekade entydigt nedåt. Hushållens förtroende hade redan fallit, och detaljhandel och bilregistreringar pekade mot att svagare förtroende gav avtryck i konsumtionen. Prognosen för konsumtionen justerades ner. Räntebesluten under hösten innebar en oförändrad reporänta men nedjusteringar av räntebanan.

Tidigare under hösten bedömde Wickman-Parak det som rimligt att försätta penningpolitiken i något av ett vänteläge. Nedrevideringen av prognosen för BNP-tillväxten i utkastet till penningpolitisk uppföljning är inte särskilt stor utan av ungefär samma storleksordning som den i oktober. Men denna gång bör direktionen ta steget och sänka räntan och räntebanan på så sätt som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Wickman-Parak gick så över till att redogöra för varför hon nu förespråkar en räntesänkning. Hon lyfte fram utvecklingen av exporten, privat konsumtion och inflationen.

BNP-siffran för tredje kvartalet var betydligt högre än väntat och bekräftar att både export och produktion vid det penningpolitiska mötet i oktober fortfarande hade en hygglig tillväxt. Även om tredje kvartalet är historia kan det vara instruktivt att titta lite närmare på statistiken och kombinera den med övrig information som inkommit sedan mötet i oktober. Exporten växte fortfarande starkt tredje kvartalet, men månadsstatistiken för varuexporten visar på en inbromsning i kvartalets sista månad. Inbromsningen fortsatte i oktober, och månadssiffror för exportorderingsgången visar på en klar dämpning. Att flera utfallsiffror ligger i linje med exportorderindikatorerna gör att man står på lite säkrare grund när det gäller att bedöma exporten de närmaste kvartalen. Den försvagade omvärldstillväxten har börjat sätta större avtryck i svensk export och kommer att göra så framöver. Prognosen för exporttillväxten nästa år stannar på knappt 2 procent.

Wickman-Parak fortsatte sedan med att påminna om att styrkan i hushållens konsumtion för henne redan under sommaren började framstå som en mycket osäker faktor i konjunkturbedömningen. Skälen till det har hon utvecklat i tidigare inlägg på penningpolitiska möten. Under hösten har Riksbankens prognoser för konsumtionen reviderats ner mycket. Den svaga konsumtionstillväxten för tredje kvartalet i nationalräkenskaperna hade förebådats av svaga siffror för detaljhandel och bilinköpen, men siffran blev betydligt svagare än Riksbanken förutsåg i oktoberprognosen. Det blev för övrigt ett stort bidrag från lagerinvesteringarna tredje kvartalet och det var framför allt handelns lager som ökade. Det kan tolkas som en ofrivillig lageruppbyggnad när hushållens efterfrågan blev oväntat svag. Ny information sedan mötet i oktober pekar alltså på att det svaga konsumentförtroendet gett skarpare utslag i faktisk konsumtion.

Konsumtionsprognosen är nu ytterligare nedreviderad jämfört med oktober, och det är välmotiverat.

Med svagare export och svagare konsumtionsefterfrågan är det naturligt att investeringar skjuts upp. I utkastet till penningpolitisk uppföljning har prognosen för investeringarna reviderats ned. Vid det penningpolitiska mötet i oktober menade Wickman-Parak det rådde ett slags vänteläge i ekonomin där företag och hushåll var avvaktande och kände stor osäkerhet. Ju längre den situationen skulle pågå desto större avtryck skulle det ge i utfallsiffrorna och tillväxten skulle riskera att bli svagare än förutsett. Det är det Wickman-Parak menar att man ser nu. Förbättringen på arbetsmarknaden tappar också fart.

Den mer uttalade inbromsningen av såväl export som inhemsk efterfrågan är en motivering till att räntan bör sänkas idag och att räntebanan revideras ner. Men viktigt är också att inflationen blivit oväntat låg de senaste två månaderna. Det har inte varit fråga om enstaka priser utan brett över hela fältet. I utkastet till penningpolitisk uppföljning har inflationsprognosen justerats ner för större delen av prognosperioden.

Räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning utvisar en viss sannolikhet för ytterligare en sänkning av reporäntan. Det var ungefär så långt Wickman-Parak ville sträcka sig utifrån den information som finns idag. Hon väntar sig att ekonomin försiktigt börjar återfå styrka mot slutet av nästa år. Det förutsätter dock att akuta problem i omvärlden får trovärdiga lösningar så att förtroendet återkommer och den internationella tillväxten repar sig. Då finns goda förutsättningar för den svenska ekonomin att haka på via exporten. Samtidigt är förutsättningarna goda för en expansion av hushållens efterfrågan bland annat eftersom de kommer att ha ett högt sparande i utgångsläget. Man kan då också förvänta sig att deras förmögenhetsställning stärks på grund av stigande tillgångspriser. Blir försvagningen i efterfrågan övergående finns också förutsättningar för en förbättring i investeringskonjunkturen.

Eftersom mycket hänger på huruvida en politisk kris i omvärlden kan lösas är det omöjligt att bedöma fortsättningen med någon högre grad av säkerhet. Enligt Wickman-Parak handlar det nu om att ta ett räntemöte i taget. Blir det sämre än förutsett nu kan det givetvis bli nödvändigt att ta djärvare grepp. Men det kan också vara värt att minnas att det ibland kan gå bättre än man föreställer sig.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att han delar bedömningen av den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk uppföljning och står bakom förslaget om att sänka räntan med 25 punkter till 1,75 procent och den räntebana som föreslås.



I utkastet till penningpolitisk uppföljning antas den svagare omvärlden bidra till en inbromsning i svensk ekonomi. Visserligen blev BNP-tillväxten god tredje kvartalet, men det har därefter varit en kraftig inbromsning i varuhandel och konsumtion. Arbetslösheten har slutat sjunka och efterfrågan på arbetskraft planar ut. Den internationella oron har dessutom dämpat olika indikatorer som mäter framtidstron. Det finns sammantaget tydliga signaler om att exporten bromsar in och att BNP-tillväxten blir svag de kommande kvartalen.

Den svagare efterfrågan från omvärlden bidrar till att Sverige får en svag BNP-tillväxt nästa år. Den försvagade framtidstron bidrar till att investeringar och konsumtion skjuts upp. Men 2013 och 2014 bedöms uppskjuten konsumtion och senarelagda investeringar komma till stånd och dra upp BNP-tillväxten mot mera normala nivåer igen.

Den mer dämpade tillväxten nästa år bidrar också till att resursutnyttjandegapen sluts lite senare än vad vi tidigare räknade med.

Kronan har försvagats något, men varit stabilare under den senaste tidens europeiska kris än vid tidigare omvärldskriser. Det bör ses som ett hälsotecken. Måttlig volatilitet för växelkursen är inget mål i sig men underlättar för alla aktörer i en tid med en högst osäker omvärldsutveckling.

Vidare sa Ingves att inflationsprognosen är nedjusterad på grund av de svaga inflationsutfallen på senare tid, försvagningen i omvärlden och mer dämpad inhemsk efterfrågan. Inflationsförväntningarna är också väl förankrade omkring inflationsmålet.

När det råder stor politisk osäkerhet i omvärlden finns det enligt Ingves inte skäl att nu försöka åtgärda det med penningpolitiken. Riksbanken skall inte bidra till mer osäkerhet med tvära kast i penningpolitiken. Det är rimligt att sänka räntan med 25 räntepunkter i dag och ha en något lägre räntebana en tid. Det är dock svårt att veta hur krisen i euroområdet kommer att lösas. Den politiska osäkerheten är svår eller omöjlig att fånga i makroekonomiska modeller.

Penningpolitikens genomslagskraft är också svår att mäta under rådande omständigheter. Det gäller i ännu större utsträckning i euroområdet. De implicita terminsräntor som vaskas fram är inte särskilt användbara. Det är också svårt att i modellerna beakta de räntor som hushållen möter. Gapet mellan boräntor och reporäntan har ökat på grund av stigande finansieringskostnader och marginaler. Det är inte förvånande om vi får räkna med högre marginaler för utlåning på bostadsmarknaden, menade Ingves. Det är inte heller självklart att penningpolitiken skall kompensera för dem. Om ökningstakten för hushållens skulder dämpas kan det bidra till att risken för framtida kriser minskar. Men det behövs mer analys av hur de faktiska räntorna påverkar ekonomin. Till det kommer att

när man bedömer de faktiska räntor som aktörerna möter är det viktigt att också analysera företagens räntor, som inte ökat lika mycket som boräntorna. Det måste tas fram användbara mått på de räntor som aktörerna i ekonomin faktiskt möter. En sådan analys kan också ge tydligare vägledning för hur olika åtgärder mellan penningpolitik och regleringar ska fördelas.

Sammantaget betyder detta, enligt Ingves, att direktionen efter dagens räntesänkning befinner sig i ett slags vänteläge. Det är utomordentligt svårt att sätta en sannolikhet på det huvudscenario som nu ligger på bordet, men han valde att lägga sin röst på det, väl vetande om att ny information kan ändra förutsättningarna för framtida räntebeslut. Det är rimligt att svensk ekonomi växer framöver samtidigt som inflationen är under kontroll. Sverige har inte behov av samma låga ränta som de länder/regioner där man har stora problem. Lika litet har Sverige behov av att hålla en betydligt högre ränta, som man gör i en rad snabbväxande ekonomier.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** menade att bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport var rimlig och ställde sig bakom förslagen att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter och att sänka räntebanan. Han tyckte däremot inte att det var aktuellt för Riksbanken att, som under krisen 2008 – 2009, därutöver förse bankerna med likviditet. De svenska bankerna har tillgång till kortfristig finansiering och relativt god tillgång till långfristig finansiering jämfört med banker i övriga Europa.

Förändringarna sedan i oktober är i och för sig inte så stora när det gäller den ekonomiska utvecklingen i Sverige. BNP-tillväxten blev visserligen betydligt högre än väntat det tredje kvartalet, men det förväntas en rekyl nedåt det fjärde kvartalet. Arbetslösheten har under hösten blivit lite högre och inflationen lite lägre i november än enligt prognosen från oktober.

Konjunkturbarometern för november indikerar att tillväxten i den svenska ekonomin är svagare än normalt. Men barometerindikatorn föll bara med 0,5 procentenheter i november efter betydligt större fall de senaste månaderna. I näringslivet var det bara industrin som drog ner indikatorn. Andra delar av näringslivet drog istället upp indikatorn. Hushållen är fortfarande övervägande negativa i sin syn på framtiden. Men förtroendeindikatorn för hushållen och deras syn på den egna ekonomin det närmaste året har stigit marginellt.

Det har således inte inträffat något som radikalt förändrar bilden av den svenska ekonomin. Mot den bakgrunden är prognoserna för BNP och KPIF-inflationen marginellt nedreviderade, med två respektive en tiondels procent 2012. Med den nya räntebanan revideras KPI-inflationen ned med fyra tiondels procent 2012.

Den prognostiserade utvecklingen det närmaste året motiverar ändå att Riksbanken nu sänker reporäntan. Det främsta skälet är att inflationstrycket är lågt, både i utgångsläget och för den närmaste tiden. Olika mått på underliggande inflation ligger klart under 2 procent både enligt senaste utfall och enligt prognoserna för nästa år i utkastet till penningpolitisk uppföljning. KPI-inflationen rensad för Riksbankens egna höjningar av reporäntan var 1,6 procent i november och rensad även för bankernas ökade finansieringskostnader och marginaler 1,1 procent. Andra mått på underliggande inflation låg i intervallet 0,8-1,4 procent.

Inflationsförväntningarna på fem års sikt ligger däremot stabilt strax över 2 procent enligt Prospera i december, vilket tyder på ett förtroende för att Riksbanken på sikt kan hålla inflationen nära inflationsmålet.

De löneavtal som nyligen har träffats på industrins område ligger något högre än vad Riksbanken räknade med i oktober, men de bedöms ändå vara väl förenliga med inflationsmålet på 2 procent. Lönebildningen har nu fungerat väl i 15 år. Den har varit förenlig med en låg och stabil inflation och dessutom med en relativt hög BNP-tillväxt och stigande reallöner. Avtalen inom industrin tyder på att lönebildningen kommer att fortsätta att fungera väl. Men det beror naturligtvis också på hur normbildande de nu slutna avtalen blir för de kommande avtalen. Avtalen på industrins område ger däremot inget stöd för att den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten skulle ha sänkts jämfört med åren före finanskrisen.

Öberg menade vidare att olika mått på resursutnyttjande inte tyder på något högt inflationstryck framöver. Resursutnyttjandet mätt med BNP-gap och resursutnyttjandeindikatorn (RU-indikatorn) var i stort sett normalt tredje kvartalet 2011. Men med en svagare BNP-utveckling fjärde kvartalet 2011 och 2012 så ser resursutnyttjandet ut att bli lägre än normalt igen under 2012. Resursutnyttjandet mätt med timgap och arbetslöshet är redan i utgångsläget lägre än normalt och förväntas bli så även under 2012.

Taylorregeln skulle med nuvarande nivå på inflation och resursutnyttjande ge en reporänta på 2,1-2,7 procent. Den indikerar vidare en lägre nivå på reporäntan än i oktober. Dessutom tyder den på en något lägre reporänta den närmaste tiden. Även om nivån enligt Taylorregeln borde vara något högre än i Riksbankens prognos, så tyder regeln med ny information på att reporäntan borde sänkas. Sammantaget var Öbergs bedömning att reporäntan bör sänkas med 0,25 procentenheter.

Räntebanan är det, enligt Öberg, lite svårare att ha en uppfattning om. Som han har utvecklat i ett tal nyligen så är Riksbankens prognosförmåga liten på ett års sikt och

obefintlig på två och tre års sikt. Han tyckte ändå att det var rimligt att revidera ner räntebanan ungefär på det sätt som föreslås.

Kreditexpansion och tillgångspriser ser inte ut att vara något större problem för närvarande. Utlåningen till både hushåll och företag ökar med cirka 5 procent per år. Utlåningsräntorna ligger inte längre på de extremt låga nivåer som de gjorde för ett par år sedan. Och priserna på villor och bostadsrätter har planat ut eller faller svagt.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** påpekade att man nu kan se tydliga tecken på att tillväxten mattas av, och inte bara att förväntningar hos hushåll och inköpschefer faller och oron på börsen stiger som vid det penningpolitiska mötet i oktober. Exporten bromsar in och orderingången inom industrin viker, om än inte kraftigt. Situationen är långt ifrån den situationen som rådde i Sverige under hösten 2008. Då mötte svensk industri ett tvärstopp på exportmarknaderna till följd av den finansiella krisen. Nu är avmattningen mer normal. Men företagen tvekar inför nya investeringar och hushållen håller tillbaka sin konsumtion. Utlåningen från bankerna till företag och hushåll stiger visserligen fortfarande, men i lägre takt än tidigare. En ordentlig inbromsning är att vänta under 2012, som framgår av den penningpolitiska uppföljningen, vars syn Nyberg delade.

Det ska också sägas, eftersom den europeiska bilden smittar, att Sverige har goda statsfinanser, en konkurrenskraftig industri och en stabil och välkapitaliserad finansiell sektor. Sverige har bättre förutsättningar att klara en avmattning än många europeiska länder, där alla dessa tre förutsättningar saknas. Dessutom står Sverige inte inför någon kreditåtstramning eftersom de svenska bankerna har god tillgång till de internationella kapitalmarknaderna.

Mot denna bakgrund förefaller det rimligt att sänka reporäntan med en kvarts procentenhet vid dagens möte och att justera ned reporäntekurvan så att den speglar en möjlighet att reporäntan kan behöva sänkas ytterligare någon gång under vintern eller våren. Det mer dämpade efterfrågeläget har ju också medfört att inflationstrycket minskat, vilket gör det möjligt att sänka reporäntan utan att inflationen riskerar att överstiga målet. Och även om hushållens skuldbörda fortsätter att öka så växer också hushållssparandet. Någon anledning att oroa sig för en överdriven kreditexpansion finns rimligen för närvarande inte.

Nyberg tyckte dock att det känns ovanligt svårt att ha någon klar uppfattning om vart reporäntan ska ta vägen efter nästa sommar. Det beror på utvecklingen i Europa. Riksbankens huvudprognos är positiv och innebär att den europeiska krisen så småningom får en lösning, även om ett antal turer återstår. Krismedvetandet måste fortfarande öka i ett antal länder och detta måste bana väg för åtgärder som långsiktigt kan ge en ökad internationell konkurrenskraft. Det kommer att ta tid, liksom det tar tid att

betala av skulder. Men marknaden kräver inte att man har lyckats, bara att man övertygande kan visa att man kommer att göra det. Även det har ju visat sig svårt, men inte omöjligt, se på utvecklingen i Irland, Lettland och Island. Det är inget orimligt antagande att denna kris, som i hög grad är en politisk kris med starka ekonomiska följdverkningar, också kan få en ganska snabb vändning.

Men processen kan också ta tid, helt enkelt därför att politiska processer tar tid. Tillräckligt starka åtgärder måste till i ett antal länder, inte bara i Sydeuropa utan även i länder som Frankrike och Belgien, för att konkurrenskraften ska återställas. I vissa länder har betydande förändringar redan skett. Men Europa behöver politiker som gör vad Thatcher en gång gjorde med England. Och det är naturligtvis inget populärt budskap.

Nyberg tyckte därför att osäkerheten om reporäntan även i relativ närtid, det vill säga under nästa år, är större än vanligt. Han höll med Ekholm om att det är viktigt att Riksbanken kan producera en trovärdig reporäntebana. Men just nu handlar det mer om politiska än om ekonomiska prognoser och det försvårar varje diskussion om hur räntebanan ska se ut. Som Nyberg såg det måste man komma lite närmare krisens slut för att man ska kunna beräkna en räntebana som alla kan ställa sig bakom.

Nyberg avslutade med att säga att han med stort intresse ska följa hur direktionen hanterar den analysen under nästa år.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** besvarade sedan Wickman-Paraks kommentarer till hans inlägg. Han klargjorde att vad han menade med att Riksbanken "bör ha handlingskraft" är att han inte ser något skäl till att direktionen ska lägga på sig några restriktioner om att räntebanan inte får skifta för mycket. Istället bör direktionen varje gång lägga en räntebana som enligt analysen bäst verkar stabilisera inflation och resursutnyttjande, oavsett om detta innebär ett stort eller litet skift i räntebanan.

Svensson hänvisade sedan till att Wickman-Parak inte tyckte att Svensson skulle acceptera de tekniska svårigheter det tills vidare innebär att undersöka konsekvenserna av räntebanor som ligger långt från huvudscenariot och, om han förstätt henne rätt, lägga en helt bedömningsbaserad lägre räntebana utan hjälp av en teknisk analys. Svensson var dock inte nu beredd att helt släppa den tekniska analysen. Istället tycker han att det är ett problem som borde lösas att det finns så begränsade resurser för en utförligare analys av penningpolitiska alternativ och så begränsad tid i beslutsprocessen att det knappast blir en seriös diskussion av penningpolitiska alternativ.

Svensson hänvisade därefter till Ekholms och andras inlägg om att man har mindre information om prognoser på längre horisont och att det innebär att prognoserna på längre horisont närmar sig det obetingade väntevärdet och inte kan påverkas av

nuvarande information. Enligt Svensson innebär det att man för att särskilja olika penningpolitiska alternativ måste se på hela prognosbanan. Det blir viktigt att se på hur prognoserna ser ut inom ett och två år, mot bakgrund av att det finns mindre information om hur de ser ut på tre års sikt. Detta innebär också ett argument för att ändra räntan och räntebanan mer i början av räntebanan, för det ska hinna påverka prognosen på ett och två års horisont. Detta argument blir dessutom starkare om man tror att ekonomin reagerar långsammare eller svagare på ränteförändringar än vad som är fallet i Ramses.

I bild 2 visar den blå kurvan avkastningskurvan för svenska statspapper. Den kan anses representera de faktiska finansiella förhållandena. Den röda kurvan visar de finansiella förhållanden som skulle råda om räntebanan skulle bli helt trovärdig och terminspremierna följer tumregler. Det är stor skillnad i den långa änden. För 5 års löptid är marknadsräntan nästan 200 räntepunkter lägre än den ränta som är förenlig med räntebanan. Som det nu är tycks de långa räntorna i Sverige leva sitt eget liv, oberoende av räntebanan. Lyckligtvis, tilltalade Svensson, eftersom det innebär att de faktiska finansiella förhållandena är mycket mer expansiva än de finansiella förhållanden som är förenliga med räntebanan. Det anser han är bra för den svenska ekonomin. Svenska långa räntor tycks påverkas mer av utländska räntor än av räntebanan. Det framgår i bild 2 att långa svenska räntor är ungefär på samma låga nivå som långa TCW-räntor. Svenska långa räntor kan inte avvika alltför mycket från utländska långa räntor utan att det får stora effekter på växelkursen. Den korta änden av avkastningskurvan påverkas emellertid av reporäntan. Just nu lyfter en för hög reporänta upp den korta änden av avkastningskurvan. Det vore därför bra att sänka reporäntan och reporäntans korta ände ordentligt för att få ner den korta delen av avkastningskurvan och därmed få ännu mer expansiva finansiella förhållanden.

Svensson hänvisade också till att flera ledamöter hade påtalat den stora osäkerheten och att det pratats om ett "vänteläge" med implikationen att penningpolitiken inte skall ändras så mycket utan avvakta i väntan på att osäkerheten minskar och läget klarnar. Slutsatsen tycks vara att penningpolitiken bör vara mer försiktig när osäkerheten är stor. Denna slutsats kan verka intuitiv, men den stöds inte av forskning och praktiska erfarenheter. För att förklara varför kan man tänka sig en situation där osäkerheten ökar samtidigt som väntevärdesprognosen för inflation och resursutnyttjande är oförändrad, ett exempel på en så kallad mean-preserving spread. Hur bör penningpolitiken då bedrivas? En klassisk artikel av William Brainard från 1967 visar att om osäkerheten gäller effekten av räntan på den aggregerade efterfrågan bör penningpolitiken bedrivas mer försiktigt. En annan viktig artikel av Ulf Söderström från 2002 visar att om osäkerheten istället gäller persistensen i inflationen bör penningpolitiken bedrivas mer aggressivt. En närmare studie av Brainards artikel visar dessutom att även i de fall han behandlar bör penningpolitiken bli mer försiktig eller mer aggressiv beroende på precis hur osäkerheten för olika aspekter av transmissionsmekanismen ser ut och är korrelerad. För att veta om

penningpolitiken skall bedrivas mer försiktigt eller mer aggressivt vid ökad osäkerhet krävs således mycket precis information om hur osäkerheten ser ut. I normala fall finns det inte sådan detaljerad information. Därför är det bäst att inte avvika från den vanliga väntevärdesriktiga prognosstyrningen där väntevärdesprognoserna för målvariablerna bestämmer den lämpliga räntebanan. Att i frånvaro av tillräcklig information avvika från den vanliga prognosstyrningen innebär bara att slumpmässiga fel i politiken introduceras. I så fall ökar faktiskt penningpolitiken osäkerheten. För att inte penningpolitiken ska bidra till osäkerheten bör den bedrivas enligt de vanliga tydliga principerna även när osäkerheten ökar. Idén om ett "vänteläge" och mer försiktig politik vid ökad osäkerhet har inget stöd i forskning, och inte heller i praktisk erfarenhet.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att det som har sagts om hur prognosen för Sverige har reviderats denna gång kanske ger ett lite förvirrande intryck, eftersom vissa har tryckt på att revideringarna är små och andra på att de är stora. De revideringar som anges i utkastet till penningpolitisk uppföljning är ganska små, men det är viktigt att klargöra att dessa revideringar förutsätter en penningpolitisk respons i termer av sänkt ränta och sänkt räntebana. Utan en sådan respons skulle revideringarna vara betydligt större. Det vore bra om man regelmässigt under beredningsprocessen presenterade information om hur prognosen för svensk ekonomi reviderats givet oförändrad penningpolitik. Det skulle då bli tydligt hur stor revidering det handlar om. Hon hänvisade till att Svenssons Bild 3 ska ge denna information, men sa att staben kanske tycker att det finns bättre sätt att göra analysen på.

Ekholm hade också en kommentar när det gäller diskussionen om betydelsen av en ökad osäkerhet. Hon noterade att Norges Bank motiverade sitt beslut att sänka styrräntan med 50 punkter på sitt senaste penningpolitiska möte bland annat med hänvisning till ökad osäkerhet. Banken argumenterar att det med ökad osäkerhet kan finnas anledning att ta i ordentligt för att undvika att hamna i ett riktigt dåligt utfall för ekonomin. Det finns alltså uppenbarligen olika sätt att förhålla sig till ökad osäkerhet på olika centralbanker.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** hänvisade till Svenssons senaste inlägg och sa att hon inte kunde se ett behov av samma kraftfulla ingripande nu som direktionen visade under 2008 och 2009. Vidare menade hon att hon inte, som Svensson antydde i sitt inlägg, lägger på sig några restriktioner om att räntebanan inte får skifta för mycket. Hon kände sig nu på mer säker mark när det gällde bedömningen av den närmaste framtiden och förordade därför en sänkt ränta. Den sänkning av räntebanan som hon förordade ansåg hon vara rimlig givet den konjunkturbedömning som hon ställde sig bakom. För henne representerade räntebanan en väl avvägd penningpolitik. Men allt detta gäller, som alltid, givet den information som finns idag. Skulle utvecklingen bli sämre finns inga restriktioner när det gäller att sänka räntan och räntebanan ytterligare.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** sa att han håller med Ekholm i att revideringarna av prognoserna för nästa år i princip beror på både ny information om den ekonomiska utvecklingen och nya beslut om reporäntan. Ett problem när det gäller att uppskatta den senare effekten är att Ramses är skattad under en period med ett ett-till-ett förhållande mellan reporäntebanan och avkastningskurvan. Det blir problem när modellen används för att uppskatta effekten i en framtid när det inte råder ett sådant ett-till-ett förhållande. Detta gör att uppskattningen troligen överdriver effekten av förändringen av reporäntan. Om beslut om reporäntebanan i liten grad eller inte alls påverkar avkastningskurvan har penningpolitiken ingen eller liten effekt, eftersom det är den faktiska avkastningskurvan som har betydelse för den ekonomiska utvecklingen. Ramses behöver därför, för att kunna göra denna typ av beräkningar, utvecklas för att kunna hantera situationer när vår räntebana inte överensstämmer med marknadens terminräntekurva.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** påpekade att direktionen under 2008-2009 diskuterade så kallad ränteutjämning. Direktionen tycktes då finna att ränteutjämning inte hade något eget värde. När det gäller jämförelsen med hur Riksbanken agerade under vintern-förvåren 2008-2009 tyckte han att det är intressant att direktionen då helt bortsåg från ränteutjämning och konsekvent försökte sätta räntan och lägga räntebanan för att bäst stabilisera inflation och realekonomi. Han kommenterade då att Riksbanken lämnat ränteutjämning och ställde frågan om ränteutjämning och en preferens för små steg i räntesättningen skulle komma tillbaka under mer normala förhållanden.<sup>1</sup> Det är en sådan diskussion som fortsätter nu. Svenssons uppfattning är att det inte finns skäl för att ägna sig åt ränteutjämning vare sig då eller nu.

När det gäller Wickman-Paraks påstående att penningpolitiken i huvudscenariot är väl avvägd så motsägs det av bild 4. Där sammanfattar huvudscenariots prognoser för räntebanan, KPIF-inflationen och arbetslösheten all relevant nuvarande information och alla relevanta nuvarande bedömningar om nuläget och prognoserna. Givet denna information och dessa bedömningar är det samtidigt uppenbart att en lägre räntebana skulle ge en högre prognos för KPIF-inflationen och därmed bättre stabilisera både KPIF-inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en hållbar nivå. För denna slutsats räcker det med vilken riktning effekten av reporäntan har på inflation och arbetslöshet. Det spelar ingen roll om effekterna är litet mindre eller litet större eller om de kommer lite långsammare eller snabbare. Det behövs ingen modell och inga modellexperiment för denna slutsats, bara det faktum att en lägre reporänta ökar inflationen och minskar arbetslösheten. I och med måluppfyllelsen kan ökas för både KPIF-inflationen och arbetslösheten med en annan räntebana finns ingen avvägning i huvudscenariot. Att penningpolitiken i huvudscenariot inte är väl avvägd följer av ren logik, om KPIF-

---

<sup>1</sup> Särskilt protokoll från direktionens sammanträde den 3 december 2008.



inflationen och arbetslösheten är de enda målvariablerna och räntan inte betraktas som en separat målvariabel.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, konstaterade sammanfattningsvis att samtliga direktionsledamöter ställer sig bakom slutsatsen att svensk ekonomi nu bromsar in mer än väntat. Han konstaterade vidare att det finns små åsiktsskillnader när det gäller inflationen som enligt prognosen närmar sig målet på två års sikt när tillståndet i svensk ekonomi normaliseras. Däremot finns oenighet om prognoserna för räntor och graden av osäkerheten kring utvecklingen i omvärlden. Ledamöterna kommer till olika slutsatser om vad som är en lämplig penningpolitik för Sverige i rådande läge. Två ledamöter förespråkar att räntan sänks med 50 räntepunkter och en lägre räntebana än i den penningpolitiska uppföljningen. Majoriteten ställer sig bakom den föreslagna räntebanan och att räntan sänks med 0,25 procentenheter till 1,75 procent.

## §4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen tisdagen den 20 december 2011 kl. 9:30,
- att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,75 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 21 december 2011,
- att tisdagen den 20 december 2011 kl. 9:30 offentliggöra beslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 3 januari 2012 kl. 9:30.

Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan till 1,75 procent och mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen.

De förordade istället att räntan sänks till 1,5 procent. De förordade också en lägre räntebana som ligger på 1,25 procent från och med andra kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och sedan stiger till strax under 3 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av deras bedömning att den penningpolitiska uppföljningens prognoser för utländska styrräntor och svenskt resursutnyttjande båda är för höga. Deras räntebana leder då enligt dem 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:

Stefan Ingves

Karolina Ekholm

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg