



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2012-02-15
MÖTESTID: 9.00

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
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Barbro Wickman-Parak
Lars E.O. Svensson

Johan Gernandt, fullmäktiges ordförande (§ 1)
Sven-Erik Österberg, fullmäktiges vice ordförande (§ 1)

Sigvard Ahlzén (§ 1)
Claes Berg
Carl Andreas Claussen
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Frida Fallan
Johannes Forss Sandahl (§ 1)
Eric Frieberg
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson (§ 1)
Anna Lidberg (§ 1)
Tomas Lundberg (§ 2-4)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Lena Strömberg (§ 1)
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti
Magnus Wiberg

Det antecknades att Carl Andreas Claussen och Magnus Wiberg 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 utvecklingen på de finansiella marknaderna. Marknadsutvecklingen i januari har präglats

av en ökad riskvilja efter centralbanksåtgärder, bland annat den europeiska centralbankens treårslån. Det har medfört högre tillgångspriser och lägre interbankräntor. Aktieindex i såväl Sverige som i USA och Euroområdet har stigit kraftigt sedan årsskiftet. Den TCW-viktade kronkursen har stärkts med cirka 2 procent sedan det senaste penningpolitiska mötet den 19 december. De penningpolitiska förväntningarna enligt terminsprissättningen har stigit sedan december, men återspeglar fortfarande en hög sannolikhet för en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter vid dagens möte, samt sannolikhet för ytterligare sänkningar under året.

Johannes Forss Sandahl från avdelningen från finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen vad gäller den finansiella stabiliteten med fokus på den statsfinansiella situationen i Europa. Det grekiska parlamentet har beslutat om nya sparåtgärder på sammanlagt 3,2 miljarder euro. Men en överenskommelse med privata långivare om nedskrivningar av grekisk statskuld har fortfarande inte nåtts, och förhandlingarna med Greklands privata långivare fortsätter. Kreditvärderingsinstitutet Moody's har nedgraderat kreditbetyget för Italien, Portugal, Slovakien, Slovenien och Malta med ett steg samt för Spanien med två steg. Trots detta har statsobligationsräntorna fortsatt att sjunka för framför allt Portugal, Irland och Italien. Emissionsvolymerna har varit höga för euroområdet banker under det senaste kvartalet jämfört med tidigare kvartal. Kreditrisken i bankerna mätt med CDS-premien har sedan årsskiftet sjunkit i Sverige, Europa och USA, och flera europeiska banker har kunnat låna på obligationsmarknaden i januari. Det brukar normalt vara stora emissionsvolymerna under början av året, men till viss del kan även den europeiska centralbankens treårslån i december ha bidragit.

Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport 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 1, 2 och 6 februari. På ett möte med direktionen den 9 februari bordlades texten.

Sedan december har signalerna från euroområdet varit blandade. Det har å ena sidan skett en viss stabilisering på finansmarknaderna med fallande statsobligationsräntor. Å andra sidan har tillväxtutsikterna försämrats, bland annat till följd av ytterligare finanspolitisk konsolidering. Det finns även tecken på en stramare kreditgivning i delar av euroområdet. I USA är tillväxtutsikterna däremot lite ljusare. Framför allt har det skett en förbättring på arbets- och bostadsmarknaden.

I Sverige var inflationen i december mätt med KPI och KPIF 2,3 respektive 0,5 procent i årlig procentuell förändring, vilket var i linje med Riksbankens prognos i penningpolitisk uppföljning december. Industriproduktionen och varuexporten har utvecklats svagt och föll under fjärde kvartalet enligt månadsstatistiken. Däremot har tjänsteproduktionen och detaljhandelsindex utvecklats bättre och stigit under november och december.

Arbetslösheten uppgick till 7,5 procent i december, vilket var något högre än väntat. Både sysselsättning och arbetsutbud ökade mer än förväntat.

Även förtroendeindikatorer från december och januari ger en blandad bild. Inköpschefsindex inom både industrin och tjänstesektorn steg något, medan Konjunkturinstitutets barometerindikator fortsatte att falla i januari.

Bakom prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport ligger antagandet att den europeiska skuldskrisen hanteras så att den akuta krisen bedarrar i år. Förtroendet bland företag och hushåll kan då återvända och tillväxten börja återhämta sig under loppet av 2012. Jämfört med prognosen i december väntas nu svagare tillväxt i euroområdet, men lite bättre tillväxt i USA. De internationella styrräntorna är nedreviderade och väntas fortsatt vara låga.

Den svaga utvecklingen i euroområdet är huvudskälet till att den väntade inbromsningen i svensk tillväxt blir något kraftigare än väntat. BNP förväntas ha fallit under fjärde kvartalet 2011, och tillväxten väntas bli låg under 2012. Arbetsmarknaden försämras därmed något mer under 2012 än i prognosen från december. Inflationstrycket blir lågt med en KPIF-inflation på under 2 procent fram till slutet av 2014. KPI-inflationen sjunker snabbt under det närmaste året, främst som ett resultat av att reporäntan sänkts. Som lägst uppgår KPI-inflationen till knappt 1,0 procent under 2012. Därefter stiger KPI-inflationen gradvis till drygt 3 procent under 2014. Reporäntan sänks till 1,5 procent och ligger kvar på denna nivå i ungefär ett år. Därefter höjs reporäntan från mitten av 2013 successivt till cirka 3 procent i början av 2015.

§2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** sa att det skapats ett stycke viktig penningpolitisk historia i januari. Svensson syftade på att Federal Reserve System, den amerikanska centralbanken, dels publicerat ett strategidokument med titeln "Longer-Run Goals and Policy Strategy", dels börjat publicera styrränteprognoiser. Strategidokumentet klargör att Federal Reserve har ett mål på 2 procent för PCE-inflationen på längre sikt. Det klargör också att Federal Reserve också syftar till att stabilisera sysselsättningen och arbetslösheten runt nivåer som är normala och hållbara på längre sikt. Specifikt anges att FOMC-deltagarna för närvarande bedömer att den normala arbetslösheten på längre sikt ligger mellan 5,2 och 6 procent. Man kan således tolka detta som att centralbanken stabiliserar inflationen runt 2 procent och arbetslösheten runt en hållbar nivå på 5,6 procent, om man tar mitten av den centrala tendensen som en möjlig punktskattning. I och med publiceringen av FOMC:s strategidokument och ränteprognoiser, och tillsammans med sedan tidigare publicerade prognoser för inflation, tillväxt och arbetslöshet, kan man hävda att Federal Reserve nu blivit ledande i en tydlig och konsekvent penningpolitik som underlättar ekonomiska aktörers beslut, minskar

osäkerheten och ökar transparensen och möjligheten att utkräva ansvar, i linje med bästa internationella praxis.

Svensson övergick sedan till utkastet till penningpolitisk rapport och förklarade att han anser att prognosen för inflation och BNP i euroområdet som presenteras där är för optimistisk, innehåller element av önsketänkande – till exempel avseende krishanteringen i euroområdet – och har blivit mer optimistisk än andra tunga prognosmakare. IMF reviderade ner sin prognos för euroområdet i januari. Det finns bara negativa risker i IMF:s rapport och dessa risker har tilltagit under hösten. En väntevärdesriktig prognos, som Riksbankens prognos ska sträva efter att vara, är troligen därför ännu lägre än IMF:s publicerade prognos.

IMF har också under hösten 2011 kommit med nya och mer tillförlitliga beräkningar av effekterna av finanspolitiska åtstramningar, med bättre mått på åtstramningar än tidigare och data från många länder och perioder.¹ Dessa beräkningar visar på större negativa effekter på BNP och sysselsättning än tidigare. Det finns inget stöd för att finanspolitiska åtstramningar skulle få en förtroendeskapande effekt som på kort sikt dominerar över den negativa effekten på BNP och sysselsättning. Det betyder att recessionen i euroområdet riskerar att bli djupare än vad man trott tidigare. Vad den senaste finanspolitiska överenskommelsen i euroområdet – "the fiscal compact" – innebär och vilken effekt den kommer att få är oklart och Svensson tror inte den är någon lösning på problemen. Den akuta krisen kan mycket väl vara ganska länge, och det är mycket möjligt att det blir åtskilliga år med svag utveckling i euroområdet.

Som tidigare menar Svensson också att det är problem med prognosen för utländska styrräntor. Som Svensson visade med en bild vid penningpolitiska mötet i juli 2011 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 systematiskt mot en för hög räntebana, allt annat lika. En högre utländsk räntebana leder allt annat lika till mindre differens mellan svenska och utländska räntor och allt annat lika till en svagare krona. För att motverka detta måste då den svenska räntebanan ligga ännu högre.

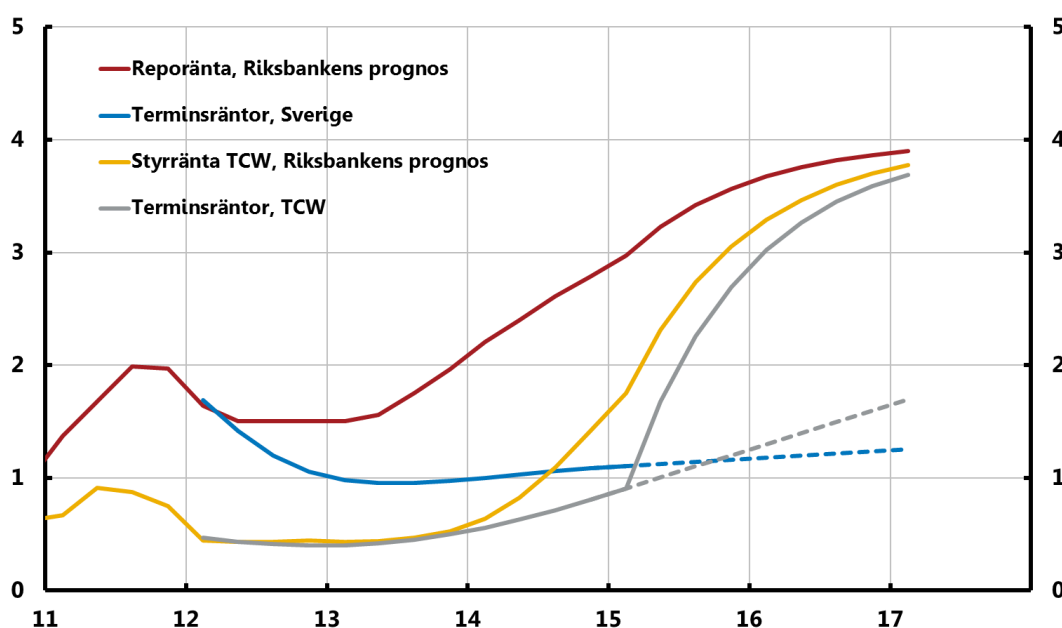
Svensson hänvisade sedan till bild 1 i det diagramunderlag han delat ut. I bilden visar den gula linjen prognosen för TCW-viktade utländska styrräntor i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Böjen uppåt bortom 3-årshorisonten visar hur ränteprognosen implementeras i Ramses. Den grå linjen visar TCW-viktade implicita terminräntor, justerade med normala terminspremier, det vill säga 1 räntepunkt per månad. Den streckade linjen bortom 3-årshorisonten indikerar en mer osäker skattning.

¹ Ball, Laurence, Daniel Leigh and Prakash Loungani (2011), "Painful Medicine", *Finance & Development* September 2011, 20-23, och Guajardo, Jaime, Daniel Leigh and Andrea Pescatori (2011), "Expansionary Austerity: New International Evidence" IMF Working Paper WP/11/58, www.imf.org.

Längre fram ligger prognosen betydligt över de implicita terminsräntorna och ger allt annat lika upphov till ett betydande skift uppåt i Riksbankens räntebana. Som tidigare saknade Svensson en ordentlig diskussion i utkastet till penningpolitisk rapport av dessa viktiga omständigheter och en motivering till varför man tror att centralbankerna i euroområdet och Storbritannien skulle föra en penningpolitik så att TCW-viktade styrräntor börjar stiga efter ett och ett halvt år och sedan stiger i ganska snabb takt efter två år. Detta trots att det har betydande konsekvenser för Riksbankens räntebana. I Storbritannien utgår Bank of Englands prognoser från en räntebana enligt terminsräntorna och Svensson hävdade att det inte finns några indikationer på att man där skulle behöva en räntebana högre än terminsräntorna. Beträffande euroområdet menade Svensson att den europeiska centralbankens 3-årslån ger en indikation på att Eonia-räntan kan komma att ligga på sin låga nivå på 0,35 procent flera år framåt.

Bild 1. Reporäntebana, terminsräntor och prognos för TCW-vägd styrränta, februari 2012

Procent. Terminsräntor från 8 februari



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

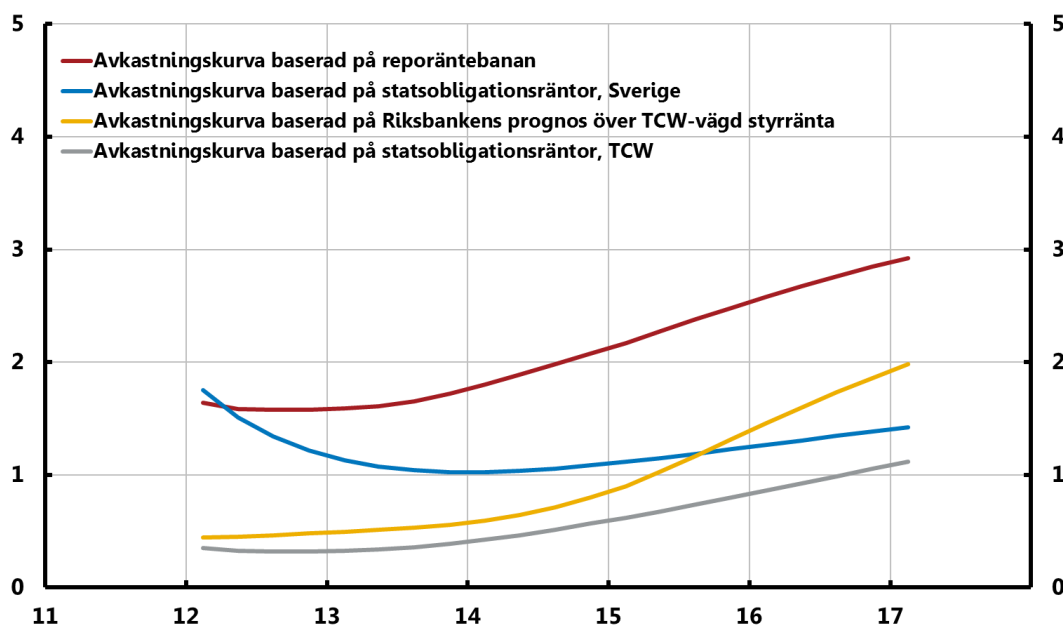
Enligt Svensson verkar Riksbanken vara tämligen unik bland centralbanker i att göra så höga prognoser för utländska styrräntor. Såvitt Svensson kände till verkar andra relevanta centralbanker utgå från terminsräntor och sedan justera dessa utifrån ytterligare information om penningpolitiken i berörda länder, vilket kan ge upphov till lägre prognoser än terminsräntorna.

I bild 1 visar den grå heldragna böjen uppåt bortom 3-årshorisonten hur en prognos enligt terminsräntorna i praktiken implementeras i Ramses. Han avsåg återkomma till dessa prognosberäkningar.

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 i Svenssons bildunderlag visar den grå kurvan den faktiska TCW-viktade utländska avkastningskurvan, medan den gula kurvan visar den utländska avkastningskurva som är förenlig med Riksbankens prognos för utländska styrräntor, med för bättre jämförelse borttagen terminsräntejustering. Svensson konstaterade att han har diskuterat dessa kurvor och innebörden av skillnaden mellan dem i mer detalj tidigare.

Bild 2. Avkastningskurvor, februari 2012

Procent. Statsobligationsräntor från 8 februari

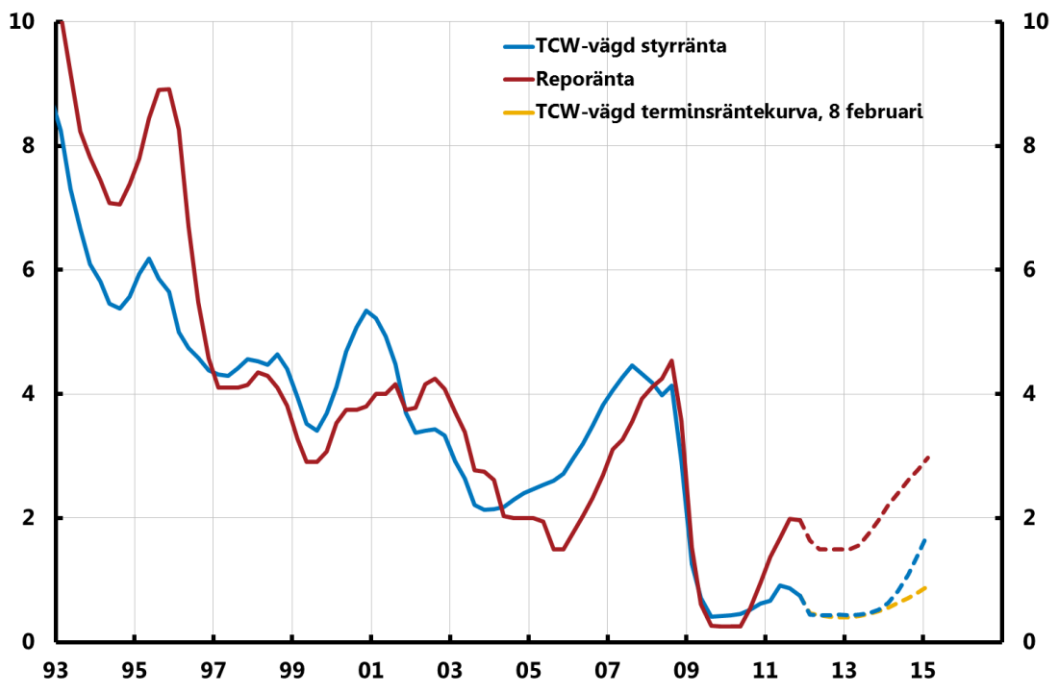


Källor: Nationella källor, Reuters EcoWin, Riksbanken och egna beräkningar

Svenssons tredje bild visar att det tidigare varit ganska måttliga skillnader mellan svenska och utländska styrräntor men att det nu är ovanligt stora skillnader. Skillnaderna är särskilt stora när man jämför räntebanan med de utländska terminsräntorna, det vill säga den gula streckade kurvan längst ner till höger i bilden.

Bild 3. Styrrentor i Sverige och i utlandet

Procent



Anm. Terminräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan.

Källor: Nationella källor, Reuters EcoWin och Riksbanken

Sammanfattningsvis är Svenssons syn att prognosen för utländska räntor och prognosen för euroområdet tillväxt båda ligger för högt och att detta bidrar till en för hög räntebana.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att ett centralt antagande för omvärldsprognosen liksom vid tidigare tillfällen är att eurokrisen hanteras på ett någorlunda ordnat sätt. Ekholm ansåg att det är ett rimligt antagande som i viss mån stöds av den senaste tidens utveckling. De treårslån som den europeiska centralbanken erbjöd bankerna i december har betytt mycket för att minska den akuta stressen på de finansiella marknaderna. Det löser ingenting på lång sikt, men har gett ett behövligt andrum. Sedan är det ett stort problem för den fortsatta utvecklingen att stora delar av euroområdet tvingas ägna sig åt finanspolitiska åtstramningar i ett svagt konjunkturläge. Dessa åtstramningar kan förväntas dämpa tillväxten under lång tid framöver och sätter press på penningpolitiken i euroområdet i expansiv riktning.

I prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport är tillväxten i euroområdet nedreviderad med ett par tiondelar i år och en tiondel 2013 och 2014 jämfört med prognosen i december. Prognosen innebär en tillväxt på -0,1 procent för 2012 vilket, som Svensson påpekat, är något högre än flera andra prognosmakare. I likhet med Svensson

ansåg Ekholm att det är en ganska optimistisk prognos med tanke på den svaga utvecklingen i slutet av 2011, med svag BNP-tillväxt, fallande industriproduktion och orderingång, ökad arbetslöshet och indikationer på kreditåtstramning. Men å andra sidan har det kommit lite mer positiva signaler under den allra senaste tiden. Åtminstone har vissa förtroendeindikatorer slutat falla. Ekholm framhöll att hon inte är riktigt lika pessimistisk om utvecklingen som Svensson, även om hon anser att prognosen för tillväxten i euroområdet på marginalen verkar väl hög.

I USA har det sett lite ljusare ut under senare tid och tillväxten där är något uppreviderad 2012 och 2013 jämfört med i december. Det tycker Ekholm verkar rimligt. Men även där sätter behoven av framtida åtstramningar av finanspolitiken press på penningpolitiken, som kan förväntas förbli mycket expansiv framöver, vilket för övrigt också gäller Storbritannien.

Ekholm förklarade att hon dock, liksom Svensson, inte är beredd att ställa sig bakom prognosen för omvärldens penningpolitik. Liksom vid tidigare tillfällen avviker prognosen för utländska styrräntor från de implicita terminsräntorna genom att vara högre mot slutet av prognoshorisonten. Skillnaden är inte lika stor som tidigare, men från början av 2014 stiger den TCW-viktade utländska styrräntan betydligt snabbare än de TCW-viktade implicita terminsräntorna.

Liksom tidigare menade Ekholm att det är fullt möjligt att lägga en prognos som avviker från marknadens förväntningar, men att det i så fall borde motiveras på ett tydligt sätt. En möjlig motivering är att Riksbanken gör en mer optimistisk bedömning av utvecklingen framöver, men Ekholm är tveksam till den bedömningen. Hon trodde, liksom tidigare, att den ansträngda situationen på det finanspolitiska området innebär att penningpolitiken i USA och Europa kommer behöva vara rejält expansiv under i princip hela prognoshorisonten. Prognosen för de utländska styrräntorna har stor betydelse för prognosen för kronkursen, vilken i sin tur har stor betydelse för prognosen för svensk inflation och svenskt resursutnyttjande. Prognosen för de utländska styrräntorna är därför en mycket viktig komponent i omvärldsprognosen, och Ekholm menar att den ligger för högt under senare delen av prognoshorisonten.

Ekholm påpekade sedan att prognoserna från 2010 för den TCW-viktade styrräntan vid årsskiftet 2011/2012 låg mellan 1 och drygt 3 procent, beroende på vilken av prognoserna från 2010 det handlar om. Detta framgår av diagram 1 i protokollet till det penningpolitiska mötet juli 2011. Den faktiska TCW-viktade styrräntan kom aldrig upp till 1 procent under 2011 och verkade vid årsskiftet istället ligga kring en halv procent. Det är inte så stor skillnad mot en prognos på 1 procent, men ganska stor skillnad mot 3 procent. Man kan också notera att inflationen i både euroområdet och USA, som väger tungt i TCW, blev betydligt högre 2011 än vad som prognosticerades under 2010. För Ekholm tyder detta på att de samband Riksbanken baserar sina prognoser för de utländska styrräntorna på antingen inte riktigt håller, eller att Riksbanken har missbedömt

övriga Europas och USA:s tolerans för högre inflation givet en mycket svag prognostiserad realekonomisk utveckling. Ekholm anser att Riksbanken bör utreda hur träffsäkra prognoserna för de utländska styrräntorna har varit de senaste åren och om det finns anledning att förändra prognosmetoderna i något avseende.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att påpeka att skillnaden mellan terminsräntor och prognoser för utländska styrräntor uppträder först efter 2014 och att det inte är av någon avgörande betydelse för hennes räntebeslut i dag.

Wickman-Parak framhöll sedan att hennes omvärldsbedömning i december inte var så enhetligt becksvalt. Bedömningen står sig och kan, som hon ser det, nu uttryckas med ett större mått av eftertryck. I euroområdet verkar visserligen tillväxten ha bromsat in mer än väntat i slutet av förra året, och i utkastet till penningpolitisk rapport har prognosen för tillväxten de kommande åren också reviderats ner något jämfört med prognosen från december. Den förtroendekris som förvärrades under sommaren och hösten har påverkat både produktion och orderingång i euroområdet ordentligt. Företagen förefaller ha reagerat snabbt på det skärpta krisläget vilket kanske inte är så konstigt. Efter Lehman-kraschen har medvetenheten förhöjts om att de ekonomiska betingelserna kan ändras mycket abrupt.

Wickman-Parak förklarade att hon ställer sig bakom justeringarna av tillväxtprognosen för euroområdet. Det kan naturligtvis inte uteslutas att utvecklingen kan bli sämre. Men redan i december fanns tentativa tecken på en stabilisering i olika indikatorer och nu har de stärkts för hushåll och företag även om det sker från låga nivåer. Man ska inte dra för stora växlar på någon månad av bättre indikatorer, men det här är ändå värt att notera. När så mycket präglas av utvecklingen i enskilda krisländer försvinner lätt den mer nyanserade bilden. Det finns länder i euroområdet som har goda förutsättningar för en återupptagen tillväxtprocess. Tyskland, som inte heller klarade sig undan en ordentlig försvagning i slutet av förra året, är kanske det främsta exemplet och där bör rimligtvis den inhemska efterfrågan så småningom ta bättre fart.

Som Wickman-Parak påpekade redan i december, är risken för en kraftig kreditåtstramning i euroområdet ett stort hot mot tillväxtmöjligheterna. Tecken på en åtstramning fanns redan då och den europeiska centralbankens enkät, som kom för någon vecka sedan, pekar på att det fortsätter. Den europeiska centralbankens undersökning avser bankerna, men samtidigt kan noteras att emissionerna av företagsobligationer har ökat och olika kreditspreadar har minskat. Avtagande riskaversion syns också i börsutvecklingen. För skuldtyngda länder har statsräntorna gått tillbaka från skyhöga nivåer.

Den europeiska centralbankens erbjudande om treåriga lån till bankerna som utnyttjades till stora belopp strax före jul bedömde Wickman-Parak vara en viktig faktor. Även om

dessa lån givetvis inte är en lösning på långsiktiga problem har de, i det läge som uppstått, spelat en roll för att avvärja en allvarlig likviditetskris.

Som beskrivs i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport har euroländerna lyckats komma överens om en rad åtgärder för att stärka det budgetpolitiska ramverket. Den politiska vilja som manifesterats påverkar inte problemen på kort sikt men innebär ändå att Wickman-Parak kände lite större tillförsikt inför möjligheterna att förtroendet återvänder och tillväxten så småningom försiktigt växlar upp.

Tecken på att den amerikanska ekonomin inte är lika illa ute som många förutsåg för ett halvår sedan syntes redan i december. Ny statistik förstärker den bilden och det beskrivs ingående i utkastet till penningpolitisk rapport. I utkastet görs också bedömningen att tidigare stimulansåtgärder i form av bland annat sänkta skatter rullas tillbaka efter den förlängning som beslutats gälla till och med februari. Detta håller tillbaka tillväxtprognosen. Även om åtstramningar är nödvändiga kan de göras på olika sätt och vid olika tidpunkter. Det politiska systemet har inte visat prov på någon större förmåga att lösa den här typen av problem. Men skulle man lyckas med konststycket kan våra tillväxtprognoser vara tilltagna något i underkant.

Wickman-Parak ville inte förringa de problem som euroområdet står inför. Greklands problem är svårhanterliga även om ett nytt stödpaket kommer på plats. Flera andra länder, med eller utan stödpaket, har också lång väg att gå för att skapa stabilitet i statsfinanserna och stärka de långsiktiga tillväxtförutsättningarna. I prognosen har euroområdet som helhet ett par magra tillväxtår framför sig. Men det uppvägs av att andra delar av omvärlden ändå växer i någorlunda bra takt. För tillväxten i världen totalt sett är nedrevideringen marginell. Wickman-Parak avslutade med att konstatera att hon ställer sig bakom omvärldsprognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

Vice riksbankschef **Per Jansson** konstaterade inledningsvis att han ställer sig bakom den prognos för utvecklingen i omvärlden som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Jansson menade att det inte råder några signifikanta skillnader mellan synen på omvärlden som presenteras i rapporten och övriga prognosmakares syn, möjligen med undantag för USA, vilket är naturligt eftersom övriga prognoser släpar efter tidsmässigt. Jansson underströk i sammanhanget att han därmed instämmer med Wickman-Parak att ny statistik för den amerikanska ekonomin överraskat positivt.

När det gäller den internationella utvecklingen är fokus, enligt Jansson, alltså i hög grad riktat mot euroländer med statsfinansiella problem. Jansson sa sedan att eftersom han ställer sig bakom hela den internationella prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport följer att han också kan ställa sig bakom det grundläggande antagandet att de statsfinansiella problemen kommer att kunna hanteras och att det inte kommer att ske någon eskalering i större skuldyngda euroländer. Jansson poängterade att han instämmer med Ekholm i att den senaste tidens utveckling ger stöd åt detta antagande.

Jansson ville ändå uttrycka en viss oro, både kring att det går långsamt för länder med svaga statsfinanser att förbättra sina budgetar, och kring den ordning som råder för att hantera ländernas problem. Jansson utvecklade sedan dessa aspekter i tur och ordning.

Tittar man i IMF:s senaste "Fiscal Monitor Update" så finner man att gruppen "advanced countries"² beräknas ha minskat budgetunderskotten från -7,6 procent 2010 till -6,6 procent 2011. För bara euroområdet är förbättringen lite större, från -6,3 procent till -4,3 procent, men då ska noteras att en ganska stor förbättring kommer från den tyska budgeten som gått från -4,3 procent till -1,1 procent. Värre är att samma dystra siffror enligt IMF också gäller för så kallade strukturella saldon, det vill säga budgetsaldon som sensats för konjunktoreffekter. Här får man en förbättring för "advanced countries" från -5,9 procent till -5,1 procent, det vill säga med magra 0,8 procentenheter. Siffrorna för euroområdet är en förbättring från -4,8 procent till -3,5 procent, det vill säga med 1,3 procentenheter, men återigen står Tyskland för en stor del av förbättringen, från -3,5 procent till -1,2 procent.

Att hitta en lämplig takt för budgetkonsolidering är förstås ingen lätt uppgift i ett läge när tillväxten är svag och underskotten mycket stora. Men man blir ändå en smula bekymrad när man läser dessa siffror. Med den takt med vilken budgeten förbättras just nu kommer det att ta mycket lång tid innan man åter är i balans och skuldsättningsgraden kan börja minska. Den klena förbättringen av budgeten är ett viktigt skäl till att många länder nu tvingas leva med höga riskpremier och upplåningsräntor. Dessa gör det svårare att hantera statsfinansiella problem.

Jansson diskuterade sedan den andra aspekten, den ordning som råder för att hantera ländernas problem. Att länderna har så betydande svårigheter att på egen hand ta tag i sina problem skapar oro. Budgetåttstramningen är bara ett exempel, menade han. Det handlar också om strukture reformer för tillväxt, reformer av ramverken för den ekonomiska politiken och på sina håll grundläggande institutionella reformer. På samtliga av dessa områden har tyvärr inte några större framsteg skett hittills.

Jansson betonade att han naturligtvis är medveten om att somliga länder inte kommer att kunna reda ut sina problem om de inte får stöd av andra länder, IMF och olika EU-faciliteter. Men alltför mycket fokus på dessa stödåtgärder undergräver incitamenten för länderna att själva vidta åtgärder och därmed förutsättningarna för att nå hållbara lösningar på problemen. Stödåtgärder behövs, men är inte tillräckliga för hållbara lösningar. Jansson befarade att åtminstone ett skäl till att det hittills uppnåtts förhållandevis klena resultat när det gäller till exempel budgetkonsolidering och strukture reformer är att man i alltför hög grad fokuserat på stödfaciliteter, och i alltför liten grad på behovet av nationellt ansvarstagande.

² "Advanced countries" inkluderar USA, Euroområdet, Japan, Storbritannien, Kanada, Korea, Australien, Taiwan, Sverige, Schweiz, Hongkong, Singapore, Tjeckien, Norge, Israel, Danmark, Nya Zeeland och Island.

Jansson framhöll avslutningsvis att det dock är glädjande att man nyligen lyckats komma överens om den så kallade finanspakten, "fiscal compact", och dessutom förefaller ha gjort en del framsteg i hanteringen av problemen i Grekland. Det är bara att hoppas att fler framsteg kan göras framöver.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** menade att utkastet till penningpolitisk rapport speglar hennes syn på konjunkturutvecklingen i omvärlden utifrån den information som nu finns tillgänglig. Sedan december har utvecklingen i Europa blivit något svagare medan utvecklingen i USA blivit något starkare. Utvecklingen i Europa är svårbedömd eftersom många faktorer samspelar. Kombinationen av statsfinansiella problem och finanspolitiska åtgärder i flera länder leder sannolikt till en mycket svag tillväxt i området. Till detta kommer behov av att kapitalisera banker och stärka konkurrenskraften i krisländerna. Det är dock viktigt att notera att flera länder som är viktiga för svensk export fortfarande har en god tillväxt.

af Jochnick påpekade därefter att den internationella konjunkturutvecklingen är beroende av att Europa kan hantera de statsfinansiella problemen och i förlängningen problemen i banksektorn. Det är tydligt att Europa är på rätt väg och att ett antal beslut tagits i rätt riktning. Flera steg har tagits i att stärka upp det finanspolitiska samarbetet inom euroområdet men det återstår att genomföra de beslut som tagits på såväl nationell nivå som på EU-nivå och göra detta på ett trovärdigt sätt. När långsiktigt hållbara lösningar införts bör förtroendet för euroområdet komma tillbaka. Europa kommer under en längre tid att balansera på en skör tråd och därför kvarstår stor osäkerhet över hur snabbt tillväxten kan återhämtas. Å ena sidan kan det finnas skäl att tro att en återhämtning kan komma relativt snabbt. Det förutsätter att krisländerna konsoliderar statsfinanserna, förstärker konkurrenskraften och kapitaliserar bankerna. Det finns å andra sidan oro för att de sammantagna effekterna av finanspolitiska åtgärder i flera länder blir alltför tillväxthämmande på kort sikt.

I det sammanhanget är det viktigt att notera att den europeiska centralbankens åtgärder med lån till banksektorn har fungerat som ett smörjmedel och sänkt ränteläget, menade af Jochnick. Det har bidragit till att finansmarknaderna fungerat väl i början av året. Det finns dock risker med den europeiska centralbankens stora utlåning vilket bör beaktas. Ett stort antal banker har lånat till låg ränta, vilket i sig kan driva fram beteenden i marknaden som skapar obalanser bortom vår prognoshorisont.

af Jochnick förklarade vidare att det kapitalkrav som European Banking Authority satt till 9 procent för större banker i EU bör stärka förtroendet för den europeiska banksektorn och därmed verka stabiliserande på finansmarknaden. Kreditförsörjningen i Europa verkar fungera men efterfrågan är svag i framförallt krisländerna.

När det gäller frågan om att använda sig av implicita terminsräntor i stället för att göra egna prognoser över utländska styrräntor så är den intressant och förtjänar en noggrann

analys, enligt af Jochnick. Riksbankens prognos över utländska styrräntor och hur dessa används i modellerna bör sannolikt utvecklas. Det är rimligt att tycka att denna prognos bör ta hänsyn till de implicita terminräntornas utveckling. Samtidigt visar terminräntorna tidvis stor volatilitet, vilket talar för att centralbankernas egen kommunikation och Riksbankens egen modellanalys också bör beaktas.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sa att han delar synen på den internationella utvecklingen i utkastet till penningpolitisk rapport. I stora drag har den följt bedömningen från december. Utvecklingen fortsätter som väntat vara svag i euroområdet. Det är dock fortfarande en skillnad mellan länder i norr, till exempel Tyskland med en betydligt bättre utveckling, och krisländer i söder. Detsamma gäller i det svenska närområdet om man jämför Norge, där det går bättre, med Danmark där det går sämre. Den realekonomiska utvecklingen talar för en mindre nedrevidering av tillväxten i euroområdet i år och nästa år.

Ingves menade sedan att det inte heller i USA har skett några större överraskningar realekonomiskt. Tillväxten reviderades upp i penningpolitisk uppföljning i december. Sedan dess har ännu fler ljuspunkter noterats: arbetsmarknaden har utvecklats bättre än väntat och det finns bättre förtroendeindikatorer i industrin och hos hushållen. Upprevideringen av tillväxten i USA motverkar till en del nedrevideringen av euroområdet.

Ingves konstaterade därefter att tillväxtländerna blivit allt viktigare för svensk export, som visas i en fördjupning i penningpolitisk rapport. Sedan 2007 har exportökningen till tillväxtländerna varit större än nedgången till EU och USA. Men inte heller tillväxtländerna är immuna mot den svaga utvecklingen i Europa. Prognosen är att de här länderna ändå sammantaget kan räkna med en fortsatt god tillväxt. Eftersom Europa fortsättningsvis är en mycket viktig handelspartner råder det en konjunkturrell motvind jämfört med tidigare år. Det är något som också syns tydligt i den svaga exportprognosen.

När det gäller finansiella indikatorer har en viss stabilisering noterats den senaste tiden, sa Ingves. Den europeiska centralbankens beslut att låna ut pengar på tre års löptid till bankerna har ökat tillgången på likviditet och bidragit till lägre räntor. Samtidigt är ingen akut bankkris att vänta. Sedan årsskiftet har CDS-premierna för banker minskat i USA och Europa och aktiekurserna har stigit. Den 10-åriga statsobligationsräntan har fallit i de flesta krisländer i euroområdet.

En fråga som kan komma att aktualiseras framöver är hur tillgången på likviditet och den låga räntenivån kommer att påverka andra länder än krisländerna. I euroområdet exklusive Tyskland, Frankrike, Nederländerna och Finland föll M3 och bankutlåning i årstakt med ungefär en halv procent i slutet av förra året. I hela euroområdet ökade istället penningmängd och bankutlåning med ett par procent. Det betyder att i icke-krisländer var ökningstalen högre än i krisländerna. I Tyskland ökade till exempel

penningmängden med 6 procent i december 2011, påpekade Ingves. När man pratar kreditåtstramning i Europa tyder det här på att förhållandena är mycket olika i länder med eller utan problem. Det gynnar Sverige eftersom länderna i närområdet har mindre problem än i Sydeuropa.

Ingves framhöll därefter att när det gäller hanteringen av krisländerna i Europa finns två olika perspektiv. Det första perspektivet handlar om vad som behöver genomföras nu i enskilda länder. Det gäller att konsolidera statsfinanserna, kapitalisera banker och stärka konkurrenskraften. De kapitalkrav som European Banking Authority satt är rimliga. Väntar man med att kapitalisera bankerna kan det fördröja återhämtningen, vilket skapar ännu större problem på sikt. För att förbättra konkurrenskraften måste dessutom löner och priser öka långsammare än i genomsnittet av euroländer.

Det andra perspektivet handlar om åtgärder som verkar på litet längre sikt utan att fördröja lösningen av kortsiktiga problem. Finanspakten är ett steg på vägen att förbättra den finanspolitiska samordningen, övervakningen av enskilda länder och sanktionsmöjligheterna, men den kommer att få effekt efter prognoshorisonten. Stödfaciliteterna EFSF/ESM behöver ha tillräcklig kapacitet för att minska spridningsriskerna mellan länder. Men de behöver också avvägas för att inte ge incitament att fördröja saneringen av statsfinanserna.

IMF kommer att kunna spela en central roll genom att låna ut pengar och samtidigt ställa krav på bindande åtaganden. Som ett litet exportberoende land ligger det i Sveriges intresse att bidra till denna utlåning. Det finns inte någon skillnad mellan att delta nu och när Sverige lånande ut pengar till Island, Lettland och Estland, påpekade Ingves.

Med anledning av Ekholms konstaterande att det borde utredas hur träffsäkra prognoserna för de utländska styrräntorna har varit de senaste åren, menade Ingves att detta är något som bör utredas vidare även om skillnaden mellan terminsräntor och prognoser för utländska styrräntor efter 2014 inte är den mest angelägna frågan i dagsläget. Modellvärlden måste ha ett system där växelkurs och räntor hänger ihop, men verkligheten betar sig inte alltid som modellerna. Det är genuint svårt att förena modellvärldens krav på precision med den utveckling som sedan observeras. Men denna avvikelse mellan teori och verklighet är väl värd en fortsatt analys, avslutade Ingves.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** kommenterade sedan det som hittills sagts. Svensson inledde med att bemöta Ingves och Wickman-Paraks kommentar om att skillnaden mellan terminsräntor och prognoser för utländska styrräntor efter 2014 inte är särskilt viktig i dagsläget. Det viktiga är, hävdade Svensson, att räntebanan är mycket känslig för antaganden om prognosen för utländska räntor bortom 2014. Det spelar stor roll för den penningpolitiska analysen och får stora effekter på räntebanan om prognosen antas följa den gula, grå heldragna eller grå streckade kurvan i bild 1. Därför är frågan om prognosen för utländska styrräntor viktig, menade Svensson.

När man ser på bild 1 får man också intrycket att Riksbankens ränteprognoser har tappat kontakten med verkligheten, hävdade Svensson. Den låga grå terminsräntekurvan med sin streckade förlängning i bild 1 – och den låga grå avkastningskurvan i bild 2 – representerar de faktiska finansiella förhållandena i omvärlden, medan den mycket högre gula kurvan i bild 1 – och den högre gula avkastningskurvan i bild 2 – kan ses som Riksbankens antagande om finansiella förhållandena i omvärlden. Detta blir ännu tydligare när det gäller de svenska finansiella förhållanden. Den låga blå kurvan för svenska terminsräntor med sin streckade förlängning i bild 1 – och den blå låga avkastningskurvan i bild 2 – representerar de faktiska svenska finansiella förhållandena, medan den höga röda räntebanan i bild 1 – och den höga röda avkastningskurvan i bild 2 – visar de mycket stramare finansiella förhållandena som är förenliga med den höga räntebanan. Det är mycket stora skillnader mellan Riksbankens syn och verkligheten särskilt mellan svenska och utländska femårsräntor enligt Riksbankens syn och faktiska svenska och utländska femårsräntor.

Svensson höll med Wickman-Parak om att krisen i euroområdet är en förtroendekris, men menade att det främst är en förtroendekris i ett kortsiktigt perspektiv. I ett längre perspektiv finns det stora långsiktiga strukturella problem i eurozonen. Stora länder som Italien och Spanien har förlorat konkurrenskraft och det kommer att krävas en mycket smärtsam intern devalvering med en mycket stram finanspolitik under lång tid för att förbättra konkurrenskraften. Det finns stora strukturella problem i den finansiella sektorn. Om den finanspolitiska överenskommelsen mellan euroländerna kommer på plats kommer det innebära att finanspolitiken blir starkt procyklisk och den kommer då att skapa instabilitet snarare än stabilitet och leda till djupare recessioner. Svensson instämde med Wickman-Parak i att den europeiska centralbankens treåriga likviditetsstöd inte löser några strukturella problem.

Svensson ansåg också att det finns en tendens att övervärdera de tecken på en förbättrad utveckling som finns för USA. Den amerikanska centralbankschefen, Ben Bernanke, tycktes i kongressen nyligen vilja varna för övertolkningar av dessa tecken. Finanspolitiken är paralyserad och en delad kongress står inför överväldigande problem. Det finns stora risker för nya stora nedskärningar med åtföljande negativa konsekvenser för ekonomin.

Svensson fortsatte med att hänvisa till Ingves och Wickman-Paraks förhoppningar om att resten av världen utom Europa och USA ska utvecklas bättre och skapa efterfrågan på svensk export som kan kompensera för sämre utveckling i efterfrågan från Europa och USA. Men Europa och USA är Kinas största handelspartner, med Europa marginellt större än USA, och Kina är mycket beroende av utvecklingen i Europa och USA. Det betonas i "China Economic Outlook" från IMF som kom den 6 februari där det noteras att Kinas tillväxt skulle falla snabbt och djupt om euroområdet drabbas av en djup recession.

Svensson kommenterade sedan Ingves påpekande av att några länder i norra Europa utvecklas ganska bra, till exempel Tyskland. Tyskland är likt Sverige i flera avseenden, med

en exportsammansättning liknande Sveriges men för Tyskland tycks en Eonia-ränta på nedåt 0,35 procentenheter vara ganska bra och lämplig medan den svenska ekonomin utsätts för en mycket högre styrränta.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** sa att hon är enig med Ingves om att avvikelsen mellan växelkursteori och verklighet är väl värd en fortsatt analys. Avvikelsen kan möjligen förklaras med att effekter av räntedifferenser drunknar i effekterna av andra chocker. Det skulle då bli svårt att empiriskt identifiera det verkliga sambandet mellan räntor och växelkurser. Ekholm sa att det är ungefär så hon själv tänker på detta samband. Det är dock viktigt att reda ut hur det förhåller sig på denna punkt, och hur det faktum att växelkursen kanske i första hand styrs av andra chocker i prognosarbetet bör hanteras.

Vice riksbankschef **Per Jansson** påpekade att hans intryck var att det sällan gjorts så bra växelkursprognoser som under senare tid när man i mindre grad låtit räntedifferenserna påverka prognoserna. Det skulle vara intressant att få se om en formell analys av prognosfelen kunde bekräfta detta. Jansson höll sedan med Ingves om att det finns viktigare frågor än skillnaden mellan terminsräntor och prognoser för utländska styrräntor efter 2014. Jansson menade att om arbetet med växelkurs- och ränteprognoser ska fördjupas bör man utgå ifrån ett osäkerhetsband runt terminsräntorna så att diskussionen inte fastnar kring tiondelar på ett perspektivlöst sätt.

Som en kommentar till Svenssons inlägg om att det i ett längre perspektiv finns stora långsiktiga strukturella problem i eurozonen, höll vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** med om dessa problem, och menade att hon också lyft fram det i sitt inlägg. Det finns också, som Svensson anförde, andra risker och problem. Hon poängterade att hon i sitt inlägg valt ut de problemområden som hon identifierar som mest relevanta för sitt räntebeslut. Det är inte liktydigt med en omedvetenhet om andra typer av problem.

Sammanfattningsvis konstaterade riksbankschef **Stefan Ingves** att den ekonomiska utvecklingen i euroområdet är svag. Bedömningarna inom direktionen skiljer sig åt i graden av pessimism. Det finns vissa ljuspunkter i den amerikanska ekonomin och utvecklingen på finansmarknaderna har stabiliserats en del sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. Analysen av utländska räntor och analysen av kopplingen mellan utländska och svenska räntor och växelkursen bör fortsätta och fördjupas, konstaterade Ingves.

§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 KPIF-prognos är fortfarande för låg i förhållande till inflationsmålet och arbetslöshetsprognosen fortfarande för hög i

förhållande till en hållbar nivå på arbetslösheten. Enligt Svensson är det klart att en ännu lägre räntebana ger bättre utfall för både KPIF-inflationen och arbetslösheten.

Svensson reserverade sig mot väsentliga delar av utkastet till penningpolitisk rapport, nämligen prognoserna för utländska styrräntor, euroområdet tillväxt och det svenska resursutnyttjandet, som han anser ligger för högt. Han förordar att reporäntan sänks med 0,50 procentenheter till 1,25 procent vid detta möte och förordar sedan en lägre räntebana som ligger på nivån 0,75 procent från och med tredje kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och som sedan stiger i jämn takt till 2 procent vid prognosperiodens slut. Det är en räntebana som är mycket lik den som Konjunkturinstitutet publicerade i Konjunkturläget i december 2011.

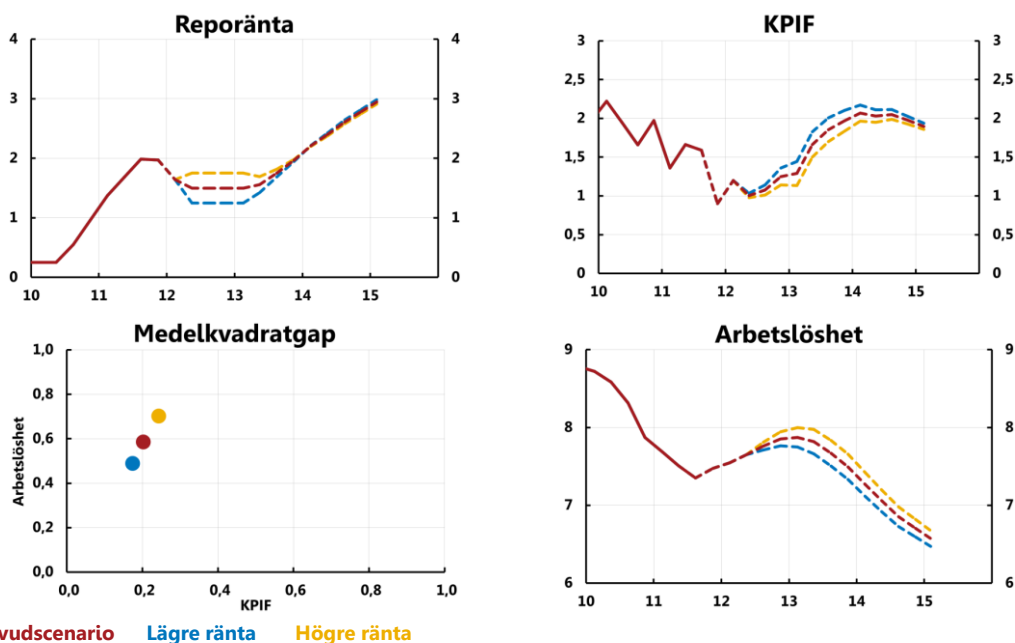
Svensson ansåg att huvudscenariots räntebana ligger för högt av flera skäl. För det första ger en enligt Svensson omotiverat hög prognos för utländska styrräntor en bias mot en för hög räntebana. För det andra, eftersom prognosen för eurozonen och därmed efterfrågan på svensk export är för optimistisk, blir prognosen för Sverige för optimistisk. För det tredje finns det en allmän bias mot att överskatta resursutnyttjandet genom att Riksbanken utgår från en högre hållbar arbetslöshetsnivå än andra tunga bedömare. Dessutom är, som Ekholm och Svensson framhållit vid tidigare möten, Riksbankens analys av och mått på resursutnyttjande oklara. Analysen lider av en betydande begreppsförvirring och skiljer inte mellan mått på resursutnyttjandet som målvariabel och mått på resursutnyttjandet som inflationsindikatorer. Detta är olika saker, men i Riksbankens analys blandas de ihop.

För det fjärde, även om man accepterar den höga prognosen för utländska styrräntor och den höga skattningen på 6,5 procent av den hållbara arbetslösheten, 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 innebär således huvudscenariot enligt Svensson en penningpolitik som inte är väl avvägd.

För att förklara det fjärde skälet till att penningpolitiken inte är väl avvägd hänvisade Svensson till bild 4 i det diagramunderlag han delat ut. Bilden visar 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. Det är samma diagram som diagram 2:14, 2:15 och 2:19 i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. Diagrammet med medelkvadratgapen nere till vänster har tillkommit.

Bild 4. Penningpolitiska alternativ, feb 2012

Utländska räntor enligt huvudscenariot. Hållbar arbetslöshet 6,5 %



Källor: SCB och Riksbanken

I det övre vänstra diagrammet visar den röda banan huvudscenariots räntebana och den blå banan en lägre räntebana. I de högra diagrammen 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. Enligt Svensson ser man direkt att en lägre räntebana ger en bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. I det nedre vänstra diagrammet ser man också att medelkvadratgapet blir lägre för både inflation och arbetslöshet med den lägre räntebanan.

Huvudscenariots räntebana har sänkts jämfört med i december, men enligt dessa diagram har den inte sänkts tillräckligt för att bäst stabilisera inflation och resursutnyttjande. 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. Därför är penningpolitiken i huvudscenariot enligt Svensson inte väl avvägd. Han tycker inte man behöver vara någon expert på penningpolitik för att inse detta.

Varför sänkts då inte räntebanan mer? I utkastet till penningpolitisk rapport står som motivering till huvudscenariots räntebana att "[e]n mer expansiv penningpolitik bidrar till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå mot slutet av prognosperioden". Enligt Svensson är detta inget skäl till att den röda räntebanan skulle vara bättre än den lägre blå. Den lägre blå banan stabiliserar inflation

och resursutnyttjande lika bra eller bättre vid prognosperiodens slut. Dessutom stabiliserar den inflation och resursutnyttjande bättre under hela prognosperioden.

Svensson hänvisade därefter till tre skäl till att det blir missvisande att bara se på måluppfyllelsen vid prognosperiodens slut. För det första är det många alternativa räntebanor som stabiliserar inflation och resursutnyttjande vid prognosperiodens slut. Detta kriterium är således inte tillräckligt för att välja räntebana. För det andra har man i praktiken inte mycket information om prognosen tre år framåt, utan prognosen på så lång horisont är i praktiken nära det obetingade väntevärdet på 2 procent för inflationen och en hållbar nivå för resursutnyttjandet. För det tredje är det väl känt i den vetenskapliga litteraturen att om man utgår från måluppfyllelsen vid en viss given horisont så blir penningpolitiken inte tidskonsistent. Ett penningpolitiskt alternativ som uppfyller detta kriterium uppfyller ofta inte längre kriteriet nästa kvartal, även om ekonomin utvecklats helt enligt prognoserna och det inte skett något överraskande. Detta har visats i en klassisk uppsats om intertemporala beslut av Strotz från mitten av 50-talet och på senare tid i välkända uppsatser om penningpolitik av Kai Leitemo och Michael Woodford.³ För att penningpolitiken ska kunna vara tidskonsistent ska man istället se på måluppfyllelsen över hela prognosperioden. Enligt Svensson borde detta vara självklart ur en mer allmän synpunkt: För hushåll och företag spelar det roll vad inflation och resursutnyttjande blir varje kvartal, inte om 12 kvartal.

I avsnittet "Alternativa scenarier för reporäntan" i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport finns några resonemang om varför den röda räntebanan skulle vara bättre än den blå. Svensson menade att dessa resonemang är märkliga. Ett resonemang glider fram och tillbaka mellan KPI- och KPIF-inflationen. Att ha flera mål och välja betoning mellan de olika målen från gång till gång är ett välkänt sätt att motivera en viss politik som man önskar av några andra uttalade skäl, påtalade Svensson. Men det ger inte en transparent och konsekvent politik. Ett annat resonemang är att den blå banan inte är något verkligt alternativ, utan att det verkliga alternativet istället är en bana som präglas av "ryckighet". Svensson undrade om det finns någon märklig diskontinuitet som uppstår mellan den blå och den röda banan, och förstår inte vad som menas.

Enligt Svensson är ett stort och viktigt problem i beslutsprocessen att det i praktiken inte finns rum för en utförlig och seriös diskussion av olika policyalternativ. Det bör finnas åtminstone två alternativa räntebanor med åtföljande noggrant genomarbetade prognoser för inflation och resursutnyttjande, med diskussion av måluppfyllelsen för de

³ Strotz, Robert. H. (1956), Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization, *Review of Economic Studies* 23(2), s 165-180.

Leitemo, Kai (2003), Targeting Inflation by Constant-Interest-Rate Forecasts., *Journal of Money, Credit and Banking* 35 (4), s 609-626.

Woodford, Michael (2005), Central Bank Communication and Policy Effectiveness., In *The Greenspan Era: Lessons for the Future, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole*, s 399-474.

olika alternativen. Annars är beslutsunderlaget otillräckligt. Hur ska ledamöterna kunna fatta rimliga beslut utan att konsekvenserna av de alternativa räntebanorna är ordentligt utredda?

Svensson förklarade därefter sitt tredje skäl till att räntebanan i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport ligger för högt, nämligen att Riksbanken överskattar resursutnyttjandet. Finansdepartementet, tillsammans med några av Sveriges främsta arbetsmarknads- och makroekonomer, skattade våren 2011 den hållbara arbetslöshetsnivån, det vill säga arbetslöshetsnivån i steady state, till 5 procent. I december 2011, strax efter det penningpolitiska mötet, publicerade Konjunkturinstitutet en analys med en skattning på 5,8 procent. Genomsnittet av skattningarna från dessa två tunga instanser är 5,4 procent, nära Svenssons egen preliminära skattning på 5,5 procent från hösten 2010.

Riksbanken ligger kvar på en tidigare skattning på 6,5 procent, utan samma noggranna genomgång av de möjliga konsekvenserna av reformer och andra förändringar på arbetsmarknadsområdet som i Finansdepartementets och Konjunkturinstitutets analyser. Det tycker Svensson är problematiskt. Om Riksbankens skattning är för hög och Riksbanken bidrar till att hålla upp arbetslösheten över en hållbar nivå menar Svensson att det får stora negativa konsekvenser för den svenska ekonomin. Hög arbetslöshet över en längre period bidrar till högre långtidsarbetslöshet genom att arbetslösheten biter sig fast och blir svårare att få ner till sin hållbara nivå. Kortsiktig NAIRU och kortsiktig jämviktsarbetslöshet är till skillnad från steady state-arbetslösheten problematiska och modellberoende begrepp.⁴ Richard Rogerson lyfter fram steady state-arbetslösheten som i stort sett det enda entydiga och användbara jämviktsgreppet.⁵ I den utsträckning man kan tala om en kortsiktig NAIRU är det dock klart att hög arbetslöshet via persistensfenomen bidrar till att pressa upp kortsiktig NAIRU och gör relationen mellan inflation och arbetslöshet mer ogynnsam, det vill säga det kostar mer i termer av hög inflation för att få ner arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå. Enligt förarbetena till Riksbankslagen ska Riksbanken, utan att åsidosätta pristabilitetsmålet, därutöver stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Regeringens och riksdagens allmänna ekonomiska politik är starkt inriktad på att nå hög sysselsättning och att få ner arbetslösheten till en långsiktigt hållbar nivå.

Svensson förklarade därefter varför han vill ha en ännu lägre räntebana än alternativscenariot med lägre ränta i bild 3. Han hänvisade till bild 5 i det diagramunderlag han delat ut där hans föredragna låga räntebana visas i blå färg i

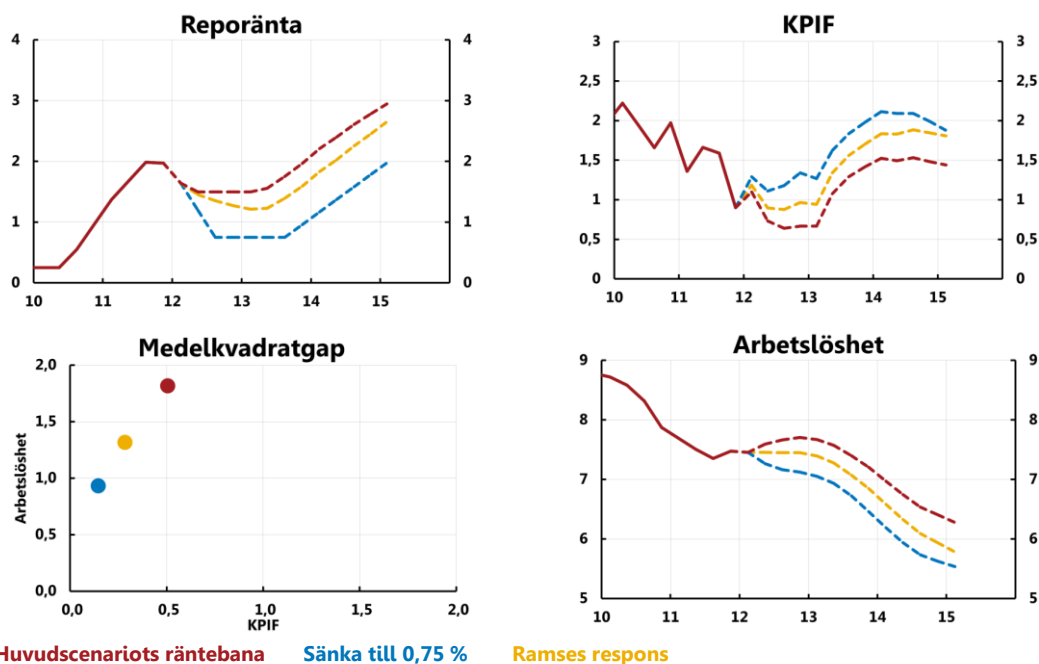
⁴ NAIRU står för Non-Accelerating Inflation Rate-of- Unemployment.

⁵ Rogerson, Richard (1997), Theory Ahead of Language in the Economics of Unemployment. *Journal of Economic Perspectives* 11 (1), s 73-92.

diagrammet uppe till vänster. Huvudscenariots räntebana visas i röd färg. Motsvarande prognoser för KPIF och arbetslösheten, under antagande om utländska räntor i enlighet med terminsräntor och Svenssons bedömning av den hållbara arbetslöshetsnivån på 5,5 procent, visas i diagrammen till höger i bilden.

Bild 5. Penningpolitiska alternativ, feb 2012

Utländska räntor enligt implicita terminsräntor. Hållbar arbetslöshet 5,5 %



Källor: SCB och Riksbanken

Huvudscenariots räntebana ger en KPIF-prognos 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. Svenssons föredragna räntebana ger högre KPIF-inflation närmare målet och en betydligt lägre arbetslöshetsprognos, närmare 5,5 procent. Räntebanan tar höjd för att prognosen för euroområdet i huvudscenariot och därmed Sverige allt annat lika är för positiv. Den tar också höjd för att prognosen för de utländska terminsräntorna enligt terminsräntor och den streckade grå kurvan i bild 1 i praktiken implementeras med den högre heldragna grå kurvan. Svensson menar att denna bild visar att måluppfyllelsen för både inflation och arbetslöshet blir avsevärt mycket bättre med den lägre räntebanan.

Slutligen påpekade Svensson att resultatet att den lägre räntebanan är bättre än huvudscenariots räntebana inte är känsligt för antagandet om 5,5 procent hållbar arbetslöshet i nuvarande situation. Den lägre räntebanan ger bättre måluppfyllelse också om den hållbara arbetslösheten antas vara 6 eller 6,5 procent.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** började med att påpeka att direktionen länge förutsett att 2012 skulle bli ett betydligt svagare tillväxtår än 2010 och 2011. Men storleken av nedväxlingen och snabbheten i processen har varit svår att bedöma. Den oväntat skarpa avmattningen i euroområdet under hösten drabbade svensk export med stor kraft. Även om utvecklingen inte alls kan jämföras med dramatiken efter Lehman Brothers konkurs så finns, som Wickman-Parak ser det, vissa likheter i dynamiken. En skärpt kris, denna gång med epicentrum i euroområdet, stoppar upp efterfrågan ganska abrupt. I sådana lägen senareläggs investeringar och via sammansättningen av Sveriges export blir genomslaget stort.

Wickman-Parak menade att den avgörande förändringen i prognosen för 2012 kommer från nettoexporten. När det gäller den inhemska efterfrågan har prognoserna varit försiktiga redan tidigare och på den punkten har totalt sett inte någon justering genomförts för helåret 2012.

När Wickman-Parak tittar framåt de närmaste par kvartalen finns det utan tvekan skäl att räkna med svaga utfallsdata. Nedgången i ordertillflödet och lagernivåerna i förhållande till efterfrågan talar för det. Tidiga indikatorer har emellertid förbättrats den senaste tiden både i Sverige och i omvärlden. Wickman-Parak la till att det i prognosen för Sveriges BNP väntas en korrigerande nedåt i bidraget från lagertillväxten till BNP-tillväxten. Lagerbidraget är dock något som alltid är svårt att med någon form av precision portionera ut över kvartalen. Detta är viktigt att ha med sig när man analyserar nya BNP-utfall vartefter.

Mer intressant är om den återhämtning som väntas mot slutet av 2012 och in över 2013 är realistisk. Om direktionens omvärldprognos håller ser Wickman-Parak det som en högst realistisk prognos och hon ställer sig bakom den liksom den analysen grundas på. De nedjusteringar i tillväxten som gjorts i utkastet till penningpolitisk rapport leder till lägre resursutnyttjande än direktionen tidigare förutsåg. Det gäller oavsett vilket mått man betraktar. Samtidigt är det svårt att se några risker på inflationssidan i det medelfristiga perspektivet. Att därför sänka räntan och justera ned räntebanan på det sätt som föreslås i rapporten är inget svårt beslut för Wickman-Parak.

Det finns som vanligt ett antal andra möjliga utvecklingsvägar än huvudscenariots. Utkastet till penningpolitisk rapport har denna gång alternativa scenarier som på ett illustrativt sätt fångar effekterna av olika antaganden för en så notoriskt svårprognosticerad variabel som växelkursen. Dessa antaganden kombineras också med ett par scenarier med svagare respektive starkare omvärld. Modellexperimenten ger som resultat ett stort spektrum av räntebanor med ganska stora avvikelser uppåt och nedåt från huvudscenariots räntebana.

När Wickman-Parak avlyssnar den ekonomiska debatten tycker hon att man lätt får uppfattningen att riskerna för tillväxten bara finns på nedsidan. Sådana risker finns

absolut, men det finns också möjligheter till en bättre utveckling. Som hon ser det behövs inte mycket för att få en bättre tillväxt i Sverige än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport, även om det inte är troligt att så sker i närtid.

Wickman-Parak sa att det var viktigt att ha i minnet att Sveriges export till de problemtungda länderna i euroområdet, inklusive Italien och Spanien, som väntas ha fortsatt mycket låg eller negativ tillväxt nästa år motsvarar endast 5,5 procent av Sveriges totala varuexport. Andra länder som till exempel Tyskland, Finland och Nederländerna väntas växa med cirka 1,5 procent nästa år. Sveriges varuexport till dessa länder motsvarar 20 procent av Sveriges totala varuexport. Mer än 9 procent av Sveriges varuexport går till Norge. Tillväxten i nyssnämnda länder kan mycket väl ta lite bättre fart än vad som antas i utkastet till penningpolitisk rapport. Lägg därtill att även den amerikanska ekonomin faktiskt kan gå lite bättre än vi förutser.

I ett sådant läge skulle Sverige åter ha nytta av sin exportsammansättning. Ökad export skulle enligt Wickman-Parak kunna få relativt snabba effekter på investeringarna givet att de nu skjuts upp från redan låga nivåer. Det skulle också kunna innebära en starkare respons från hushållen längre fram när disponibelinkomsterna börjar stiga snabbare samtidigt som sparandet ligger på en hög nivå. Vidare skulle, enligt Wickman-Parak, den återhållande effekten på konsumtionen från fallande förmögenheter också reverseras.

Den här typen av tankar finns med när Wickman-Parak tar sitt penningpolitiska beslut. Hon kan inte se något skäl till att via räntebanan nu avisera snabba räntesänkningar, även om hon nu räknar med några svaga tillväxtkvartal. När konjunkturen, som hon bedömer det, står och väger är det lämpligt att räntebanan implicerar samma sannolikhet för en sänkning som för en höjning av räntan.

Reporäntan är mycket låg och i reala termer kommer den att vara negativ i nästan två år framåt. För Wickman-Parak innebär den föreslagna räntebanan en god avvägning mellan prisstabilitet och realekonomisk stabilitet.

Wickman-Parak ville avslutningsvis göra en mer allmän reflektion. I direktionens diskussioner har ibland påpekats att man inte ska ha något mål för räntenivån. Det är något hon håller med om, men hon anser ändå att det finns ett värde i att inte skapa onödigt stor ryckighet i penningpolitiken. Stor volatilitet i räntan kan skapa oförutsägbarhet och problem för aktörerna i realekonomin. Hon menar därför att hänsyn till en stabil utveckling i räntan måste tillmätas en viss vikt i de penningpolitiska besluten.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** sa att en sämre utveckling i euroområdet förstås har en negativ effekt på svensk ekonomi. Det är därför rimligt att tillväxtutsikterna för Sverige reviderats ned igen. Som Wickman-Parak påpekade har inbromsningen av svensk ekonomi nu också blivit tydlig i utfallsdata, åtminstone när det gäller exporten.

I och med att utsikterna för den svenska ekonomin har försämrats ytterligare tyckte Ekholm att penningpolitiken bör förändras i expansiv riktning. Hon är därför för en räntesänkning och en justering av reporäntebanan nedåt. För Ekholm är frågan dock, liksom förra gången, med hur mycket.

Ekholms utgångspunkt är att hon förra gången röstade för en sänkning av reporäntan till 1,5 procent och en sänkning av räntebanan så att den bottnade på 1,25 procent. En sänkning av reporäntan och räntebanan med detta som utgångspunkt resulterar i en reporänta som är lägre än de 1,5 procent som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport, och en räntebana som bottnar på en betydligt lägre nivå än räntebanan i huvudscenariot.

Eftersom det inte handlar om en helt annan bild av utvecklingen framåt än den direktionen hade i december, så tyckte Ekholm att det kan vara lämpligt med en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter, men från den nivå på 1,5 procent som hon själv ville ha vid det förra penningpolitiska mötet. Hon förordade därmed en sänkning av reporäntan från sin nuvarande nivå med 0,50 procentenheter till 1,25 procent.

Att en sänkning till 1,25 procent är väl motiverad tyckte Ekholm framgå av avsnittet "Alternativa scenarier för reporäntan" i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport. I avsnittet visas att en sänkning till 1,25 procent under fyra kvartal och sedan en successiv ökning till huvudscenariots räntebana i Ramses förknippas med högre underliggande inflation, som i dagsläget är mycket låg, och lägre arbetslöshet. Man kan eventuellt oroa sig för att modellsimuleringar inte fångar alla relevanta aspekter av vad som kan inträffa i verkligheten, men här handlar det om att med hjälp av modellen studera förväntade konsekvenser för inflation och resursutnyttjande av marginella avvikelser från huvudscenariots bana. Eftersom det ändå handlar om en skattad modell har Ekholm svårt att tro att den inte skulle fånga i vilken riktning dessa variabler kan tänkas förändras av en marginellt annorlunda reporänta. I dagsläget är det också bra med en högre underliggande inflation och en lägre arbetslöshet, eftersom den underliggande inflationen är låg och arbetslösheten högre än vad som kan anses vara en långsiktigt hållbar arbetslöshet.

I utkastet till penningpolitisk rapport står det att den lägre reporäntan förknippas med en KPI-inflation som ligger längre ifrån målet under större delen av prognosperioden och en KPIF-inflation som ligger något över 2 procent under 2014. Detta kan man eventuellt tycka talar emot denna bana om man tror att detta medför en risk för att inflationsförväntningarna driver iväg. Ekholms uppfattning är dock att denna risk är mycket låg i dagsläget.

En annan potentiell invändning mot den lägre räntan som anges i utkastet till penningpolitisk rapport är att effekterna av en lägre ränta kan komma med fördröjning och stimulera ekonomin när det egentligen inte längre behövs. Detta uppfattar Ekholm

som ett argument för att reporäntan egentligen i dagsläget borde ha varit lägre än vad den faktiskt är, något som hon av naturliga skäl tror det ligger mycket i. Men hon anser inte att det är ett starkt argument emot den lägre räntebanan. Vi vet inte om penningpolitiken verkar med större fördröjning nu än vad den brukar göra. Räntebeslutet bör baseras på den aktuella analysen av räntans effekter. Denna analys kan sedan uppdateras när det blir möjligt att observera vilken effekt räntesänkningarna har.

Ekholm förklarade att hon tyckte att det var betydligt svårare att fastställa en lämplig nivå på räntebanan än på vad räntan bör vara idag. Som hon tidigare angett tror Ekholm att prognosen för de utländska styrräntorna ligger väl högt mot slutet av prognosperioden. Det talar för att huvudscenariots räntebana också ligger väl högt. Med en lägre prognos för de utländska styrräntorna skulle en snabb uppgång av reporäntan väntas leda till en större förstärkning av kronan än vad som nu ligger i prognosen. Det är något som skulle tendera att dämpa inflationen och resursutnyttjandet ytterligare. Ekholm tror det behövs en lägre räntebana för att penningpolitiken ska bli väl avvägd.

Men hur mycket lägre? Det är svårare att använda resultat från modellsimuleringar som underlag när det gäller att analysera de förväntade konsekvenserna av helt andra räntebanor än den som ligger till grund för huvudscenariot. Då kan faktorer som inte fångas av modellen spela in på ett avgörande sätt.

Under beredningsprocessen har direktionen trots detta tittat på ett antal olika sådana simuleringar. Ekholms bedömning är att det är rimligt att gå ned till 1 procent och ligga där till och med tredje kvartalet 2013 för att sedan successivt stiga till strax över 2 procent. Det är en något nedreviderad bana jämfört med den hon förordade i december. Även med en lägre prognos för de utländska styrräntorna, det vill säga en bana som baseras på implicita terminsräntor, verkar en sådan bana förknippas med en prognos för KPIF-inflationen som ligger högre och en prognos för arbetslöshet som ligger lägre än huvudscenariots bana.

Ekholm är öppen för att en ordentlig analys av olika alternativa räntebanor kan visa att det finns skäl att låta räntebanan botten lägre än den räntebana hon förordar, som i den räntebana som Svensson förordar, eller högre, som i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon tycker det är viktigt att direktionen analyserar detta ordentligt framöver, gärna inför nästa beslut, och då i ett sammanhang där hela direktionen är med och diskuterar rimligheten i analysen. Liksom Svensson tycker hon att ett viktigt inslag i beredningen av de penningpolitiska besluten är att analysera de förväntade konsekvenserna av olika handlingsalternativ.

Sammanfattningsvis förordade Ekholm en sänkning av reporäntan med 0,50 procentenheter till 1,25 procent och sänkning av räntebanan så att den går ned till 1 procent och hålls där till och med tredje kvartalet 2013 för att sedan successivt stiga till strax över 2 procent i slutet av prognoshorisonten.

Vice riksbankschef **Per Jansson** konstaterade att han ställer sig bakom bedömningen av svensk ekonomi som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Inflationstrycket i Sverige är nu lågt, och tillväxten är långsam. Riksbanken räknade även tidigare med en inbromsning i den ekonomiska aktiviteten, men inbromsningen har blivit skarpare än väntat. Det är dock viktigt att understryka att det inte rör sig om något fritt fall, utan innebär en justering av prognosen nedåt med ett antal tiondelar jämfört med i december. Nedjusteringen beror framför allt på svagare utrikeshandelsstatistik och industriproduktion.

Mot denna bakgrund verkar det enligt Jansson rimligt att nu genomföra den räntesänkning på 0,25 procentenheter som redan i viss mån låg i korten i december. För att säkerställa att den skarpare inbromsningen mest får tillfälliga effekter under 2012 verkar det också rimligt att låta reporäntan ligga kvar på 1,5 procent i ungefär ett års tid och därefter stiga parallellt med räntebanan från december.

Jansson lyfte fram att Riksbankens prognos för BNP-utvecklingen fjärde kvartalet 2011 ligger en bra bit under den prognos man får fram med olika indikatormodeller. Han tror ändå att det är en klok strategi att lägga en så pass låg prognos då linjära indikatormodeller ofta uppvisar en alltför hög grad av tröghet när ekonomin vänder snabbt.

Trots att Jansson ställer sig bakom analyserna och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport kan han konstatera att den nuvarande planen för penningpolitiken innebär en exceptionellt låg reporänta under åren som kommer. Detta framgår tydligt i diagram 1:27 i utkastet till penningpolitisk rapport som visar att den reala reporäntan väntas vara negativ under en betydande del av prognosperioden.

Givet denna mycket expansiva penningpolitiska plan, finns det då inte risk för att svensk ekonomi utvecklas för starkt och inflationen blir för hög? Enligt Jansson är det naturligtvis inte omöjligt, men riskerna för en sådan utveckling ser i dagsläget ändå ut att vara under kontroll.

När det gäller den reala utvecklingen fanns i höstas ett antal indikatorer på att resursutnyttjandet var på väg att bli ganska ansträngt och att vissa överhettningstendenser så småningom skulle kunna uppstå. Dessa indikatorer har nu fallit till följd av inbromsningen i ekonomin och risken för en alltför snabb utveckling i svensk ekonomi får just nu bedömas som mycket liten.

Vidare fanns under fjolåret en oro för att en övergångsvis hög KPI-inflation skulle börja leda till en stigande underliggande inflation. Det skulle kunna ha skett genom en påverkan på mer långsiktiga inflationsförväntningar och/eller en lönebildning som genererar alltför höga löneökningar. Enligt Jansson har även denna risk minskat. De mer

långsiktiga inflationsförväntningarna på 2 och 5 år ligger nu nära inflationsmålet både enligt Prosperas kvartals- och månadsundersökning.

Löneavtalen för stora delar av industrin som blev klara i slutet av fjolåret gav en ökning på 2,6 procent i årlig procentuell förändring. Förutsatt att de nya löneavtalen för övriga sektorer följer industrins norm väntas 2012 en total löneökning, inklusive löneglidning, på ungefär 3,5 procent vara möjlig. Det är förvisso en förhållandevis hög löneökningstakt med tanke på att arbetslösheten är relativt hög, och stödjer enligt Jansson inte synen att jämviktsarbetslösheten är mycket låg. Men det är heller knappast en löneökning som kommer att skapa några mer allvarliga inflationsrisker.

Till bilden hör också att KPI-inflationen i sig har fallit tillbaka. Som högst uppgick KPI-inflationen till 3,4 procent i augusti 2011. I december var utfallet 2,3 procent.

När Jansson väger ihop allt detta har han svårt att komma fram till någon annan slutsats än att riskerna för en alltför snabb ekonomisk utveckling och en alltför hög inflation just nu är små. Han ställer sig därför bakom slutsatsen att reporäntan nu kan sänkas med 0,25 procentenheter till 1,5 procent och sedan ligga kvar på denna låga nivå i cirka 1 års tid.

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 0,25 procentenheter till 1,50 procent och den räntebana som visas.

Försvagningen av euroområdet har dämpat Sveriges export. Det finns också tecken på lägre resursutnyttjande i andra indikatorer. Arbetslösheten är svagt stigande. Detta innebär att nuläget i Sverige är något svagare än prognosen i penningpolitisk uppföljning i december 2011. Sverige har tydligt passerat konjunkturtoppen och kommer att notera en avmattning i tillväxten.

En betydande del av fjolårets diskussion rörde hur fort och hur mycket konjunkturen skulle försämrats, särskilt under andra halvåret 2011. Nu gäller diskussionen i stället på vilken nivå tillväxten bottenar och när den normaliseras igen. Kronan har varit starkare än den brukar vara vid finansiell oro och väntas stärkas en del framöver. Utlåningen till hushållen ökar långsammare än tidigare, vilket Ingves tycker är välkommet. Men samtidigt har det varit lite stabilare finansiella indikatorer sedan årsskiftet. Skulle utlåningen till hushållen ta fart igen bör direktionen vara vaksam, menade Ingves. Det vore också bra om andra verktyg, inriktade på att hantera systemrisk, finns på plats om så skulle ske.

En annan fråga som diskuteras intensivt är att skillnaden mellan bolåneräntan och reporäntan nu är högre än före krisen. Bankernas finansieringskostnader har ökat. Efter krisen har priset ökat på kredit- och likviditetsrisker. Bankernas marginaler, som minskade före krisen, har också ökat. Riksbanken räknar nu med att skillnad mellan boräntorna och reporäntan kommer att minska något framöver, men inte ned till de nivåer som rådde

före krisen. En förklaring är att finansieringskostnaderna som avspeglar riskerna inte bedöms bli lika låga. Men på sikt bör bättre regleringar bidra till stabilare marknader och lägre riskpremier än i dag.

Enligt Ingves är det samtidigt svårt, och inte meningsfullt, att finkalibrera penningpolitiken efter hur boränteskillnaden utvecklas. Det beror på att även andra räntor, bland annat på företagslån, behöver beaktas. För företagen har det inte varit en lika stor uppgång i ränteskillnaden mot reporäntan. Företagsutlåningen har dessutom fortsatt att öka i ganska god takt under det senaste året.

De implicita terminräntorna har därtill varierat en hel del sedan i höstas. De föll mellan oktober och december men har sedan stigit. Det är också ett exempel på den osäkerhet som råder.

Direktionen har ingen generell handlingsregel för hur reporäntan bör anpassas till olika marknadsräntor. Direktionen måste göra en samlad bedömning vid varje tillfälle av hur de finansiella villkoren påverkar resursutnyttjande och inflation. Men även vid en samlad bedömning är det självfallet så att direktionen ska fortsätta att analysera den penningpolitiska transmissionsmekanismen och hur den förändras.

Sammantaget bedömer Ingves nu resursutnyttjandet som något svagare än i bedömningen i december. Resursutnyttjandet kommer att vara lägre än normalt 2012 och 2013, och bli normalt i slutet av perioden. Det svaga resursutnyttjandet håller tillbaka inflationen i början av perioden. Ingves bedömer att inflationen i år, mätt med både KPI och KPIF, kommer att ligga under 2 procent. Men i takt med att ekonomin återhämtar sig ökar KPIF-inflationen till 2 procent under 2013. KPI-inflationen, som påverkas av räntekostnader, stiger mer och Ingves bedömer att den är 3 procent under 2014.

Med den ekonomiska utveckling Ingves nu ser framför sig finns det skäl att sänka räntan med 0,25 procentenheter i dag och ha en något lägre räntebana en tid. Sänkningen innebär negativ realränta, vilket kan vara rimligt under en begränsad period.

Den politiska osäkerheten har minskat något sedan förra beslutet. Men fortfarande gäller att den är svår att fånga i modeller. Modellerna kan dock användas för att ge information om hur penningpolitiken påverkas vid olika antaganden, som det är svårt att sätta sannolikheter på. I kapitel 2 i penningpolitisk rapport redovisas några scenarier där utvecklingen i omvärlden antas bli svagare eller starkare än i huvudscenariot. Kronan kan också bli svagare eller starkare, vilket gör att antalet möjliga räntebanor är stort. Om omvärlden blir starkare och kronan svagare behöver räntebanan bli betydligt högre än huvudscenariot. Om å andra sidan omvärlden blir svagare och kronan starkare kan räntan behöva sänkas till noll.

Båda dessa scenarier, som alltså finns med i kapitel 2 i utkastet till penningpolitisk rapport, kan inträffa. Scenarierna innebär två olika banor för reporäntan, och en helt

annan penningpolitik än i huvudscenariot. I en osäker värld, där särskilt politisk osäkerhet i Europa är svår att bedöma, menar Ingves att den föreslagna penningpolitiken är väl balanserad. I den konjunkturavmattning Sverige nu genomgår har Sverige ett starkt utgångsläge. Statsskulden är låg, statsbudgeten under kontroll, löneökningarna är måttliga, bytesbalansöverskottet är stort och bara något stigande arbetslöshet. Samtidigt är bankerna välkapitaliserade. Mot den här bakgrunden ser inte Ingves något behov av tvära kast i penningpolitiken.

Första vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** sa att hon delar bedömningen av den svenska ekonomin som den presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Hon ställer sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,5 procent och den räntebana som redovisas i rapporten. Bakom bedömningen att sänka reporäntan ligger en rad faktorer. Störst vikt fäster af Jochnick vid minskad efterfrågan från omvärlden och svagare tillväxt i efterfrågan från svenska hushåll vilket dämpar inflationen.

Tillväxten i svensk ekonomi i slutet av 2011 och under början av 2012 blev lägre än förutsett i Riksbankens prognos från december. Det beror på att lägre exportefterfrågan i kombination med lägre tillväxt i konsumtionen leder till en snabbare inbromsning i svensk ekonomi.

Det osäkra läget i Europa har sannolikt gjort att såväl hushåll som företag blev mer försiktiga med konsumtion och investeringar än vad de skulle varit i en mer normal konjunkturedgång. Osäkerheten kommer att bestå även under en stor del av våren 2012 och kan medföra att genomslaget av räntesänkningen inte blir så snabbt som i ett mer normalt läge.

Utvecklingen i Europa och framförallt i euroområdet är central för svensk ekonomi. af Jochnick menar att osäkerheten om hur euroområdets problem kommer att hanteras är fortsatt stor. Det verkar dock rimligt att anta att de viktigaste besluten tas under våren 2012 och att en återhämtning kan förväntas mot slutet av året. För svenskt vidkommande kommer effekterna av en vändning att synas först mot slutet av 2012.

Hushållens konsumtion kommer troligen vara svag under 2012. Svag ekonomisk utveckling, osäkerhet om framtiden och en försämrad arbetsmarknad förklarar hushållens agerande. Om hushållens förmögenhet ökar skulle emellertid det kunna påverka hushållen positivt. Till exempel har aktieportföljernas värde ökat i och med börsuppgången i slutet av 2011 och början av 2012. En motverkande faktor är dock inbromsningen på bostadsmarknaden som sänker hushållens reala förmögenhet.

Kreditefterfrågan från hushåll har också bromsat in. af Jochnicks bedömning är att krediter finns tillgängliga såväl i Sverige som i Europa men att efterfrågan har minskat väsentligt. Svenska banker är väl kapitaliserade och kommer att kunna svara för

kreditförsörjningen. Bankerna har möjligen blivit mer restriktiva och ställer större krav vid kreditgivning.

En svag efterfrågan i svensk ekonomi och ett lägre resursutnyttjande än normalt kommer att resultera i att inflationstrycket blir lågt vilket innebär att inflationen förblir låg under 2012. I takt med att ekonomin återhämtar sig ökar KPIF-inflationen till 2 procent under 2014, medan KPI-inflationen bedöms bli drygt 3 procent samma år, på grund av att den påverkas av räntekostnader.

af Jochnick avslutade med att säga att Riksbankens räntebedömningar bygger på modeller, statistik och prognoser. Riksbankens uppgift är att se till att reporäntan förändras över tiden så att målet om prisstabilitet nås och penningpolitiken kan anses vara väl avvägd i förhållande till resursutnyttjandet i ekonomin. Prognosarbetet påverkas i mycket stor utsträckning av den osäkerhet som nu råder om tillväxten i omvärlden. Information och indikatorer pekar både i positiv och i negativ riktning. Den kanske absolut viktigaste parametern handlar om att finna långsiktigt trovärdiga lösningar på den statsfinansiella krisen i Europa. Utkastet till penningpolitisk rapport visar också vad som händer om kronan utvecklas annorlunda än i huvudscenariot. Prognoserna kan med andra ord förändras relativt snabbt om utvecklingen i omvärlden blir en annan än den som prognostiserats i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** hänvisade sedan till Ingves och Janssons kommentarer om realräntan som blir mycket låg framöver. Svensson pekade på att medan realräntan är mycket låg i ett historiskt perspektiv, visar bild 3 i det diagramunderlag han delat ut att den nominella räntan är historiskt hög i förhållande till utländska räntor. Det är för övrigt inte självklart hur man ska mäta hur expansiv penningpolitiken är. Man kan hävda att det mest relevanta måttet är gapet mellan den reala styrräntan och den neutrala räntan, där en praktisk definition på den neutrala räntan kan vara den realränta som leder till en hållbar nivå på resursutnyttjandet inom en viss tid, till exempel ett år. Den neutrala räntan är enligt Svensson uppenbarligen mycket låg och negativ i såväl Sverige som Europa och USA.

Svensson hävdade att det är viktigt att inte se styrräntan som ett mål utan som ett medel som alltid ska sättas så att måluppfyllelsen för inflation och resursutnyttjande blir så bra som möjligt, oavsett om detta medför en hög eller låg ränta. Att konsekvent sträva efter bästa måluppfyllelse ser han också som ett sätt att göra penningpolitiken mest förutsägbar och minimera osäkerheten om penningpolitiken. Svensson trodde inte att någon skulle tycka att hans föredragna räntebana i bild 5 innebär några "tvära kast i penningpolitiken". Räntebanan är som sagt mycket lik den som Konjunkturinstitutet har i Konjunkturläget i december 2011.

Svensson tog sedan upp något som han hävdade var en mer allmän och vittgående sak. Han har nu och tidigare påtalat några omständigheter som indikerar att Riksbanken de

senaste åren fört en systematisk för stram penningpolitik. I ett längre perspektiv har genomsnittlig inflation, till exempel glidande femårsgenomsnitt, konsekvent legat under inflationsmålet. Genomsnittet för KPI-inflationen sedan 1995 till idag är 1,3 procent. För KPIX-inflationen fram till och med mars 2008, och för KPIF-inflationen från och med april 2008 är genomsnittet 1,6 procent. Riksbanken har därmed systematiskt missat målet och sett i efterhand har penningpolitiken varit för stram. Detta har Riksbankens kritiker påtalat tidigare. Nu senast har SNS konjunkturråd och finansministern påtalat detta i samband med publiceringen av konjunkturrådets rapport. Det är illa att systematiskt missa inflationsmålet. Men en ännu viktigare fråga är om detta också har haft några reala kostnader i termer av BNP och arbetslöshet. Detta diskuteras av SNS Konjunkturråd. Konjunkturrådet noterar dock inte att detta enligt vanlig penningpolitisk teori beror på om inflationen har blivit lägre än inflationsförväntningarna eller inte.

Det gäller då att jämföra realiserad inflation med tidigare förväntningar om inflationen. Genomsnittet av Prosperas tvåårsförväntningar för samtliga aktörer – tidsförskjutna två år – från 1998 till idag är 2,07 procent. Genomsnittlig KPI-inflation från 1998 är 1,36 procent. Avvikelsen från inflationsförväntningar är därmed minus 0,71 procentenheter. Genomsnittet av KPIX- och KPIF-inflationen från 1998 är 1,56 procent. Avvikelsen från inflationsförväntningar är då minus 0,52 procentenheter.

Enligt vanlig penningpolitisk teori indikerar inflation som systematiskt faller under inflationsförväntningarna reala kostnader i termer av lägre sysselsättning och BNP och högre arbetslöshet. Hur mycket är en empirisk fråga och beror på lutningen av den långsiktiga Phillipskurvan när inflationsförväntningarna hålls konstanta. Det kan inte uteslutas att kostnaden är väsentlig, att till exempel arbetslösheten systematiskt blivit signifikant högre än nödvändigt. Det har i så fall också betydelse för skattningar av den hållbara arbetslösheten och kan innebära att sådana skattningar blir för höga. Det här är sammantaget något som Svensson anser förtjänar att undersökas närmare, och är viktigt när penningpolitiken ska utvärderas.

Vice riksbankschef **Per Jansson** hänvisade till det Ingves sa om att direktionen bör vara vaksam om utlåningen till hushållen börjar ta fart igen och att EU-kommissionen nyligen påtalat att det finns risker i anknytning till den höga skuldsättningen i Sverige. Jansson ville kort kommentera hur han ser på sambandet mellan å ena sidan penningpolitiken och å andra sidan kredittillväxten och skuldsättningen i hushållsektorn.

Jansson tillhör entydigt dem som tycker att man inte kan bortse från kredittillväxt och skuldsättning i utformningen av penningpolitiken. Det kan inte uteslutas att det ibland uppstår situationer där man i penningpolitiken vill ta hänsyn till sådana aspekter utöver utvecklingen i inflation och realekonomi. Jansson hänvisade till att Michael Woodford förklarar detta i en ny artikel i Riksbankens tidsskrift *Penning- och valutapolitik*.⁶ Hur ofta

⁶ Woodford, Michael (2012), Inflation Targeting and Financial Stability. *Penning- och valutapolitik* 2012:1, s 7-32.

det kan bli aktuellt att ta hänsyn till kredittillväxt och skuldsättning kommer bland annat att bero på hur väl makrotillsynen fungerar.⁷ Om makrotillsynen fungerar mindre väl är det troligvis så att penningpolitiken måste ta större hänsyn till kredittillväxt och skuldsättning än annars. Hur viktigt det är att undvika en situation med alltför hög skuldsättningsgrad har finanskrisen 2008-2009 tydligt visat. Har man hamnat för högt är det oerhört kostsamt att minska skuldsättningen. För hög skuldsättning måste undvikas.

Jansson ville därefter nyansera vad Svensson sa om att den genomsnittliga inflationen ligger under inflationsmålet och att det är ett problem. Det är korrekt att den genomsnittliga inflationen har hamnat något under 2 procent sedan inflationsmålet infördes, men exakt hur mycket under 2 procent man hamnar beror på vilken tidperiod och vilket inflationsmått man använder. Till exempel har KPI- och KPIF-ökningen sedan 1995 i genomsnitt legat på 1,3 och 1,7 procent. Sedan 2000, ett år då man kan betrakta trovärdigheten för inflationsmålet som etablerad, har KPI- och KPIF-ökningen i genomsnitt legat på 1,6 och 1,8 procent.

Jansson har inget svar på om detta är en tillräckligt bra måluppfyllelse eller om man borde begära något som är bättre och tror heller inte att någon annan sitter inne med svaret. Jansson konstaterade dock att inflationsnivån jämfört med 1970- och 1980-talen har minskat med ungefär en faktor 4. När det gäller hur kraftigt inflationen varierar upp och ner så är motsvarande minskningsfaktor mellan 2 och 4, beroende på tidsperiod och inflationsmått. Det förtjänar dessutom att lyftas fram att dessa förändringar i inflationsutvecklingen inte skett till priset av en lägre tillväxt. Tvärtom så har BNP-tillväxten efter inflationsmålet införande varit tydligt högre än före målets införande.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** hänvisade, apropå att Jansson nämnde Michael Woodfords artikel i nya numret av Riksbankens tidskrift Penning- och valutapolitik, att han i samma nummer har en kommentar till Woodfords artikel.⁸ Woodford visar på en situation när det kan vara motiverat med en stramare penningpolitik, "leaning against the wind", därför att belåningsgraden i den finansiella sektorn antas vara procyklisk och risken för en finansiell kris antas öka med ökad belåningsgrad. I Svenssons kommentar visar han att om det finns regleringsinstrument som direkt påverkar belåningsgraden – och det finns ju, till exempel i form av belåningstak för bolån och kapitalkrav för banker – kan dessa mycket bättre användas för att begränsa belåningsgrad och risken för en finansiell kris än en stram penningpolitik. Penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet kan då bedrivas oberoende. Penningpolitiken kan utan problem inriktas på att stabilisera inflation och resursutnyttjande medan makrotillsynen inriktas på att upprätthålla finansiell stabilitet.

⁷ Makrotillsynen syftar till att upptäcka, analysera och motverka risker för det finansiella systemet som helhet, till skillnad från den traditionella finanstillsynen som fokuserar på hälsotillståndet i enskilda institut.

⁸ Svensson, Lars E.O. (2012), Comment on Michael Woodford, "Inflation Targeting and Financial Stability". *Penning- och valutapolitik* 2012:1, s 33-39.

Svensson menade att sambandet mellan finansiell stabilitet och penningpolitik är en mycket intressant och relevant fråga. Frågan har diskuterats mycket under senare tid. För Sverige visar data att det inte verkar finnas något samband mellan reporäntan och hushållens och bankernas belåningsgrad. Om det finns kvarstående frågor om relationen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet i den svenska ekonomin och finansiella systemet menar Svensson att dessa bör behandlas i arbetet med finansiell stabilitet och i stabilitetsrapporten.

Svensson återkom sedan till Janssons kommentarer om inflationens och tillväxtens genomsnitt och variabilitet före och efter inflationsmålets införande. Svensson tycker inte det är rätt metod att försöka hitta perioder när inflationens genomsnitt är så nära två procent som möjligt. Det påminner om så kallad data mining. Det är bättre att titta på glidande femårsmedeltal under hela perioden och se om dessa signifikant faller under inflationsmålet. Svenssons viktigaste fråga är dock inte huruvida inflationsmålet har underskridits, vilket är ovedersägligt, utan huruvida detta är förenat med reala kostnader i form av lägre BNP och större arbetslöshet. Det är viktigt att inse att detta är en sak som i så fall visar sig i nivån på BNP och arbetslösheten, inte i genomsnittlig tillväxt av BNP.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, konstaterade att Sverige nu går in i en period med mycket lägre tillväxt än vad vi har sett de senaste åren, innan tillväxten åter igen ökar. Inflationstrycket är lågt, men inflationen går så småningom tillbaka till inflationsmålet. Det är inte oenighet om denna riktningssanvisning. Däremot finns det olika uppfattningar om vad som är en väl avvägd penningpolitik och hur kraftig den penningpolitiska stimulansen ska vara för att bäst stabilisera inflation och resursutnyttjande. Två ledamöter förespråkar att räntan sänks med 0,50 procentenheter och lägre räntebanor än i den senaste penningpolitiska uppföljningen. Majoriteten ställer sig bakom den föreslagna räntebanan och att räntan sänks med 0,25 procentenheter till 1,50 procent.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 16 februari 2012 kl. 9.30,
- att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,5 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 22 februari 2012,
- att torsdagen den 16 februari 2012 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt

- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 29 februari 2012 kl. 9.30.

Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E. O. Svensson reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan till 1,5 procent och mot räntebanan i penningpolitisk rapport. De förordade båda en sänkning av reporäntan till 1,25 procent och en lägre räntebana än den i den penningpolitiska rapporten. Karolina Ekholm förordade en bana som ligger på 1 procent från och med tredje kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och sedan stiger till drygt 2 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor är för höga och att en räntebana som förknippas med en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten än den i penningpolitisk rapport utgör en mer väl avvägd penningpolitik. Lars E. O. Svensson förordade en bana som ligger på 0,75 procent från och med tredje kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 och sedan stiger till 2 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hans bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor, euroområdet tillväxt och det svenska resursutnyttjandet alla är för höga. Hans 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

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak