



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 2

DATUM: 2012-04-17  
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
- Sigvard Ahlzén (§ 1)  
Charlotta Edler  
Heidi Elmér  
Johannes Forss Sandahl (§ 1)  
Ann-Christine Högberg  
Jesper Johansson  
Pernilla Johansson  
Tomas Lundberg (§ 2-4)  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Mattias Persson (§ 1)  
Bengt Pettersson  
Ulf Söderström  
Lena Strömberg (§ 1)  
Åsa Sydén  
David Vestin  
Staffan Viotti  
Hanna Öberg (§ 1)

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

### §1. Den ekonomiska utvecklingen

Johannes Forss Sandahl från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen vad gäller den finansiella stabiliteten med fokus på den statsfinansiella situationen i Europa. Eurogruppen har nått en överenskommelse om en brandvägg för att hantera den statsfinansiella situationen. Förväntningarna på de finansiella marknaderna var att brandväggen skulle ha blivit något större än vad

eurogruppen kom överens om. Vidare så har spanska och italienska statsobligationsräntor börjat stiga den senaste tiden, på grund av att marknadsaktörer känner osäkerhet kring ländernas betalningsförmåga. Statistik från den europeiska centralbanken (ECB) och nationella centralbanker visar att både spanska och italienska banker var bland de banker som ökade sin upplåning från ECB mest under den tidsperiod då ECB senast erbjöd lån i euro med tre års löptid. Dessa banker har också ökat sitt innehav av statsobligationer under januari och februari. ECB:s lån har bidragit till ökad likviditet, men behovet av ökat eget kapital kvarstår för flera banker i euroområdet. Riskaversionen har ökat generellt i omvärlden och så kallade credit default swap-premier (CDS-premier) på banker har stigit i både USA och Europa den senaste tiden.

Hanna Öberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde därefter för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Under de senaste veckorna har aktiepriserna sjunkit både i omvärlden och i Sverige. Detta har bland annat skett mot bakgrund av att ny internationell statistik som inköpschefsindex i Europa visat sig vara sämre än marknaden förväntat sig och att ökningen i amerikansk sysselsättning i mars var mindre än marknaden förväntat sig. Problemen med de offentliga finanserna i Spanien har även bidragit till en sämre utveckling överlag på de finansiella marknaderna. Ovan nämnda faktorer har bidragit till att den TCW-viktade kronkursen har försvagats sedan februari. De penningpolitiska förväntningarna i Sverige enligt terminspriseringen har stigit något sedan februari när det gäller utvecklingen mot slutet av 2012 och framöver. Starka utfall av Konjunkturinstitutets barometer och svensk detaljhandelsstatistik har bidragit till uppgången. Marknadspriseringen innebär i dagsläget en 80-procentig sannolikhet för en sänkning vid det penningpolitiska mötet. De allra flesta bankekonomer tror dock att reporäntan lämnas oförändrad. Likaså förväntar sig de flesta enkätrespondenter att reporäntan lämnas oförändrad vid det penningpolitiska mötet.

Christina Nyman, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 20, 28 mars och den 2 april. På ett möte med direktionen den 13 april bordlades texten i den penningpolitiska uppföljningen.

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har världsekonomin som helhet fortsatt att utvecklas relativt väl. Det finns dock stora skillnader mellan regioner och länder. Tillväxtförutsättningarna för euroområdet är fortsatt svaga till följd av skuldskrisen. Prognosen innebär att skuldskrisen kan hanteras framöver och att den akuta krisen bedarrar i år, men vägen till återhämtning kommer inte att bli rak utan förväntas kantas av en del bakslag. Det kommer sannolikt att bli två steg framåt och ett bakåt. I USA är tillväxtutsikterna bättre och arbetsmarknaden fortsätter att stärkas. BNP-prognosen för USA har reviderats upp för 2012. Utvecklingen i världsekonomin dämpas av att oljepriset

stigit med ungefär 10 dollar per fat jämfört med i februari och förväntningarna i termer av terminsprissättning har justerats upp med i genomsnitt 8 dollar under prognosperioden. Detta har bidragit till att prognosen för omvärldens inflation i TCW-termer reviderats upp och att BNP-tillväxten reviderats ned något. Prognosen för världens BNP-tillväxt ligger på omkring 4 procent per år de närmaste åren till följd av en gynnsam utveckling på tillväxtmarknaderna. De internationella styrräntorna väntas fortsatt vara låga under prognoshorisonten.

I Sverige skedde ett oväntat stort fall i BNP det fjärde kvartalet förra året, främst till följd av en snabbt sjunkande export. Statistik som inkommit sedan dess tyder dock på en stabilisering; det finns ljusglimtar i den svenska ekonomin. Varuexporten ökar åter, detaljhandeln stiger, inköpschefsindex har ökat något under inledningen av året och Konjunkturinstitutets barometer steg kraftigt i mars. Inflationen är samtidigt låg. KPI-inflationen var 1,5 procent i mars och KPIF-inflationen, där de direkta effekterna av förändringar i bolåneräntor exkluderas, var 1,1 procent. Detta ligger i linje med bedömningen i februari. Även arbetslösheten på 7,5 procent i februari är i linje med februariprognosen.

Samtidigt med utfallet för BNP fjärde kvartalet publicerades också reviderade siffror från nationalräkenskaperna. Antalet arbetade timmar hade reviderats upp från 2010 och framåt vilket innebär att produktivitetstillväxten hade reviderats ner. Dessa revideringar har varit en fråga som diskuterats i beredningen och de har tolkats som att även den trendmässiga produktivitetstillväxten varit svagare än tidigare beräknats och att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden i termer av arbetade timmar varit något högre. En annan relaterad fråga som diskuterats är hur detta påverkar kostnadstrycket framöver.

I prognosen för Sverige förutses att BNP ökar igen det första kvartalet i år och att tillväxten tar mer fart 2013. Prognosen är uppreviderad för de första kvartalen i år men för helåret 2012 uppgår tillväxten, mot bakgrund av den mycket svaga utvecklingen mot slutet av 2011, endast till 0,4 procent. Prognosen för BNP-tillväxten för 2013 och 2014 är något nedreviderad bland annat till följd av att den trendmässiga produktivitetstillväxten antas vara lägre. Arbetsmarknaden förutses att försämrats i år samtidigt som inflationen ligger kvar på låg nivå. Kostnadstrycket ökar successivt med högre löneökningar och en mer dämpad produktivitetstillväxt. Inflationen förutses därför stiga under 2013 och uppgå till cirka 2 procent mätt med KPIF under resten av prognosperioden. Prognoserna för inflation och arbetslöshet är endast marginellt reviderade. Prognosen för reporäntan är att den lämnas oförändrad på 1,5 procent på dagens penningpolitiska möte och ligger kvar på den nivån ungefär ett år för att sedan stiga mot 3 procent i slutet av prognoshorisonten, det första kvartalet 2015. Om förtroendet bland hushåll och företag återvänder snabbare än förväntat kan det finnas anledning att revidera upp den prognosen. Om problemen i euroområdet förvärras kan det finnas anledning att revidera ned prognosen.

## §2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

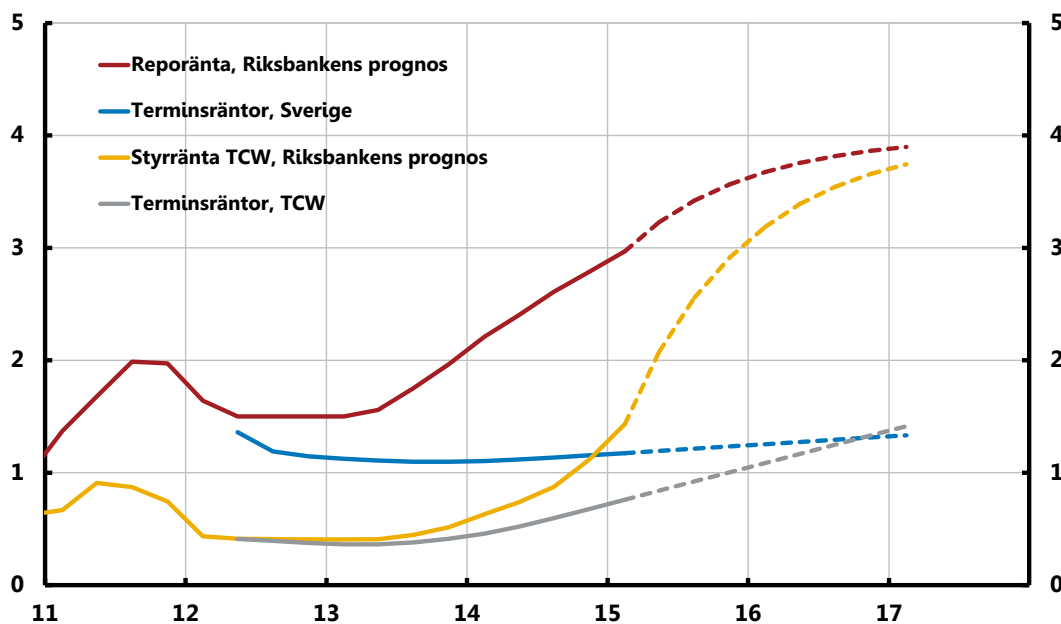
Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att säga att han ansåg att synen på tillväxtförutsättningarna för euroområdet i utkastet till penningpolitisk uppföljning är för optimistisk. För 2012 är BNP-prognosen ungefär lika med den internationella valutafondens (IMF:s) prognos, men för 2013 ligger den ett par tiondelar över. BNP-prognosen ligger också betydligt över Norges Banks prognos för euroområdet från i mars 2012 för de närmaste åren.

Svensson såg inte att det redovisas några bra skäl för den mer optimistiska prognosen för euroområdet i den penningpolitiska uppföljningen jämfört med andra prognosmakare. Dessutom strävar Riksbankens prognoser efter att vara väntevärdesriktiga, det vill säga prognoser där risker uppåt och nedåt inkorporerats. IMF:s prognos måste betraktas som en typvärdesprognos där nedåtrisker dominerar. Det innebär att motsvarande väntevärdesprognoser enligt Svensson ligger lägre. För att bestämma hur mycket lägre krävs en bedömning av osäkerheten och hur asymmetrisk riskfördelningen är. Det kan säkert röra sig om flera tiondelar. I jämförelse med dessa tänkta väntevärdesprognoser framstår Riksbankens prognos som än mer optimistisk. En nedjustering av tillväxtprognosen för euroområdet skulle rimligtvis också medföra en nedjustering av euroområdets inflations- och styrränteprogno.

Svensson menade också, liksom vid tidigare penningpolitiska möten, att prognosen för utländska styrräntor i utkastet till uppföljning ligger för högt. I bild 1 visar den heldragna gula linjen prognosen för TCW-viktade utländska styrräntor i den penningpolitiska uppföljningen. Den streckade gula linjen bortom 3-årshorizonten visar det tekniska antagande som används i modellen Ramses om hur räntan utvecklas bortom prognoshorizonten. Den grå linjen visar TCW-viktade implicita terminräntor, justerade med normala terminspremier, det vill säga 1 räntepunkt per månad. Den grå streckade linjen bortom 3-årshorizonten indikerar en mer osäker skattning. Längre fram ligger prognosen betydligt över terminräntorna och det bidrar allt annat lika till en betydligt högre reporäntebana. Såvitt Svensson visste är Riksbanken unik bland centralbanker i att göra så höga styrränteprognooser för omvärlden och som vid tidigare penningpolitiska möten såg han inga goda skäl till detta.

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

Procent. Terminsräntor från 12 april



Not: De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier enligt en tumregel på 1 räntepunkt per månad. För kvartalen bortom prognoshorisonten (2015, kvartal 1) är kurvorna extrapolerade med oförändrad lutning och inte baserade på faktisk marknadsprissättning.

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

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade att den bild av omvärldskonjunkturen som kom till uttryck i prognosen i den penningpolitiska rapporten från februari står sig i allt väsentligt. Kärnfrågan är om det svaga BNP-fall som förutses i prognosen för euroområdet i år stannar vid det och om den blygsamma tillväxt som väntas därefter kommer att realiseras. Det i sin tur hänger samman med förtroendeklimatet på finansmarknaderna och återverkningarna därifrån på förtroendet hos hushåll och företag.

Vid det förra penningpolitiska mötet kunde det konstateras att en viss stabilisering skett på de finansiella marknaderna. Inte minst viktigt var att räntorna för stora skuldyngda länder som Italien och Spanien kommit ner från höga nivåer under hösten. De senaste veckorna har nervositeten på finansmarknaderna åter ökat med framförallt situationen i Spanien i fokus. Räntorna för spanska satsobligationer har åter stigit och Italien har följt med en bit även om räntorna inte nått upp till höstens höga nivåer.

Wickman-Parak menade att alla är överens om att Europa brottas med allvarliga problem men tilltron till förmågan att komma till rätta med dem varierar inte bara mellan olika bedömare utan också över tiden. Även i mer normala situationer förekommer ofta kast på finansmarknaderna. I ett känsligt läge som nu får man räkna med att det fenomenet är än mer uttalat.

Även om huvudscenariot i den penningpolitiska uppföljningen innebär en stabilisering på finansmarknaderna på lite sikt är vägen dit inte spikrak. Oron för det spanska banksystemet och kompromissandet kring landets mål för den offentliga budgeten har inverkat negativt på förtroendet. Men samtidigt finns faktorer som borde verka åt andra hållet. Under hösten var en förestående grekisk betalningsinställelse det allt överhängande hotet. Det fanns förväntningar om att Irland, men framför allt Portugal skulle drabbas av likartade problem och en eskalerad kris i Spanien och Italien skulle följa. Nu har nedskrivningen av den grekiska offentliga skulden slutförts utan marknadskonvulsioner och ett andra stödpaket för landet är på plats. Det löser inte de långsiktiga problemen men borde skapa ett visst andrum för Grekland och även för andra krisländer som förhoppningsvis har förmåga att ta vara på det.

Att euroländerna kommit överens om att öka kapaciteten i sina stödfonder framför allt på kort sikt bör också ses som ett steg i rätt riktning enligt Wickman-Parak. Detta även om det finns kritik att det inte rör sig om "nya" pengar. En ökning av euroländernas egna finansiella skyddsnät är en förutsättning för att ett beslut om en ökning av IMF:s resurser ska gå ifrån. Eventuellt beslut kan komma vid IMF:s vårmöte eller under försommaren. Uppbyggnaden av de här "brandväggarna" är viktiga för den finansiella stabiliteten.

På finansmarknaderna finns ofta en otålighet inför trögheten i de politiska processerna. Men de olika steg som successivt tas på det politiska planet borde kunna ge stadga i en förtroendekris som i stor utsträckning är politisk, menade Wickman-Parak.

Det finns all anledning att uttrycka sig försiktigt när det gäller utvecklingen framöver. Man får räkna med ganska tvära kast på de finansiella marknaderna och att olika statistikutfall kan förorsaka vågor av besvikelser. Men Wickman-Parak trodde ändå att antagandet i den penningpolitiska uppföljningen om ett ökat förtroende på lite sikt är rimligt även om hotet om en förvärrad kris ligger kvar. Hon menade att för hennes egen del skapar det faktum att den amerikanska ekonomin fortsatt att röra sig i rätt riktning en viss ökad tillförsikt när det gäller tillväxtprognosen för den globala ekonomin.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att hon höll med Wickman-Parak om att man oberoende av utvecklingen på lite längre sikt får räkna med att den globala ekonomin kommer att gå lite fram och tillbaka framöver. Det centrala för bedömningen av utsikterna på längre sikt är att det finns betydande strukturella problem i världsekonomin – både inom länder och i förhållandena mellan länder.

USA står inför behovet av ökat aggregerat sparande och ett produktionsskift där den inhemska efterfrågans vikt minskas samtidigt som exporten som drivkraft för tillväxten ökar. Europa står inför behovet av budgetkonsolidering i många länder och minskade regionala obalanser, där länderna i södra Europa behöver bli mer konkurrenskraftiga. Även Kina står inför strukturella utmaningar när det gäller att minska sitt beroende av

exportsektorn för tillväxt. Det här handlar om svåra omställningsproblem som kommer ta lång tid att ta sig igenom, även under ett rosig scenario.

Men, betonade Ekholm, för den medelfristiga prognos som Riksbanken ska presentera nu och för det beslut som direktionen ska fatta idag är det centrala hur tillväxt, inflation, räntor och växelkurser kan förväntas utveckla sig i omvärlden under de närmaste åren. Detta är det inte helt lätt att bedöma. Det som dock är uppenbart är att behoven av finanspolitisk åtstramning kommer att hämma tillväxten i Europa och USA och att det kommer att leda till en förhållandevis expansiv penningpolitik för att kompensera för detta. Men sedan kan förstås den anpassning som måste ske på lång sikt kantas av både perioder med stark optimism och stigande börskurser och perioder med stark pessimism och turbulens på de finansiella marknaderna.

Ekholm tyckte att den omvärldsprognos som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning i stora drag verkar rimlig och hon kunde ställa sig bakom den. Hon tyckte liksom Svensson att den framstod som väl positiv när det gäller tillväxtutsikterna för euroområdet längre fram i prognosen i ljuset av de stora behov av budgetkonsolidering som råder i flera länder. Hon ställde sig dock bakom den grundläggande utgångspunkten att eurokrisen inte eskalerar på ett avgörande sätt.

Ekholm sa att en källa till hennes återkommande kritik mot omvärldsprognosen har varit prognosen för styrräntorna. Redan förra gången var skillnaden mellan TCW-banan i prognosen och de implicita terminsräntorna ganska liten och den uppstod bara mot slutet av prognoshorisonten. Den här gången tycks skillnaden vara ännu mindre och den är så pass liten att det kanske inte borde spela någon större roll för prognosen i stort.

Ekholm menade dock att det tyvärr ändå spelar en ganska stor roll i modellkörningar där man jämför med vad en prognos som helt följer terminsräntorna skulle innebära för svensk ekonomi. Det hänger samman med att de förväntade ränteskillnaderna gentemot Sverige som uppstår efter prognoshorisontens slut får mycket stort genomslag i Ramsesmodellen på inflation och resursutnyttjande idag, framför allt via växelkursen. Som Svensson visade i sitt diagram (bild 1) så implementeras TCW-banan i Ramsesmodellen genom att den stiger mycket snabbt efter prognosperiodens slut. En bana som fullt ut bygger på implicita terminsräntor ger, beroende på hur den implementeras efter prognosperiodens slut, upphov till större eller mindre ränteskillnader gentemot den svenska styrräntan, och detta har sedan stor betydelse för hur modellprognosen för svensk ekonomi faller ut. Ekholm kände sig skeptisk till att skillnader för utländska styrräntor på i storleksordningen en halv procentenhet om tre år i prognosen får så stor betydelse för modellprognosen för Sverige. Men givet att det förhåller sig på det sättet och givet att det, som hon såg det, inte fanns några väldigt starka skäl till att tro att en väntevärdesriktig prognos för TCW-räntan om 3 år ska ligga en halv procentenhet högre än vad marknadsprissättningen implicerar så ansåg hon att det vore bättre att i detta läge ta banan baserad på terminsräntorna rakt av. Hon menade dock att det var en smula

överdrivet att reservera sig över en skillnad på en halv procentenhet om tre år. Hon nöjde sig med att påtala att hon tror att det sätt på vilket TCW-banan implementeras i Riksbankens prognosmodell Ramses innebär en orealistiskt snabb stigning av TCW-räntan mot en långsiktig jämviktsnivå och att detta kan påverka modellprognosen och därigenom i viss mån bedömningen av vad som är en lämplig räntebana för Sverige.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** konstaterade inledningsvis att hon delade synen på den internationella utvecklingen som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Utvecklingen i omvärlden har i stort följt den bana som prognostiserades i den penningpolitiska rapporten i februari men däremot har åtgärder i Europa minskat risken för en sämre utveckling i euroområdet.

af Jochnicks bedömning var att tillväxten i världsekonomin är relativt god men att tillväxten i länder som är av betydelse för svensk export är svag det kommande året. Tillväxtutsikterna för USA har förbättrats vilket reflekteras i en ökad aktivitet hos företag och hushåll. Vad gäller tillväxten i Kina verkar den dämpas något men är fortfarande god. Hennes bedömning var dock att utvecklingen i Europa kommer vara mycket svag de kommande åren. Det finns undantag, som till exempel Tyskland, men den strama finanspolitiken i många krisländer kommer att medföra att återhämtningen för Europa som helhet går trögt.

En avgörande skillnad i omvärlden jämfört med bedömningen i februari är att osäkerheten i Europa och framförallt euroområdet minskat. Effekterna av vidtagna åtgärder måste ses långsiktigt. Skuldavskrivningen för Grekland har genomförts och flera åtstramningsprogram är på väg i länder som riskerar att inte nå sina mål för det finansiella sparandet i offentlig sektor. Utöver de konkreta åtgärderna i Grekland och andra problemländer har också andra beslut tagits i Europa under våren 2012 som bidragit till en stabilisering, menade af Jochnick.

Beslutet i början av mars om fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom den ekonomiska och monetära unionen, den så kallade finanspakten, är ytterligare ett steg på väg att stärka disciplinen inom EU vad gäller budgetbalans och mål för konvergens. Nu återstår att visa att överenskommelsen också kan genomföras på ett bra sätt.

Eurogruppen tog i slutet av mars också ett beslut av betydelse som gäller brandväggen i Europa. Beslutet var viktigt inte minst utifrån en förtroendesynpunkt. Även om många gärna sett ännu större brandvägg är beslutet av stor vikt för att minska spridningsriskerna i Europa vid fallissemang och därmed värna den finansiella stabiliteten.

Lånen från ECB i december 2011 och i februari 2012 har också bidragit till att de finansiella marknaderna fungerar bättre, fortsatte af Jochnick. Lånen från ECB bidrog på ett mycket bra sätt till att likviditet tillfördes systemet och räntor sjönk. Det var dock enligt hennes mening ännu för tidigt att dra alltför långtgående slutsatser av lånens effekter. Det finns en risk att de omfattande lånen bara skjuter de underliggande



problemen på framtiden. ECB:s lån har inte löst de grundläggande problem som Europa måste lösa. Lånen har däremot köpt europeiska stater och banker tid att vidta åtgärder. Om sådana trovärdiga åtgärder inte vidtas så kommer Europa längre fram att återigen drabbas av oro i det finansiella systemet.

Det fanns enligt hennes mening skäl att även fortsättningsvis hysa oro för bakslag för utvecklingen i euroområdet. Utöver Grekland så står såväl Spanien som Italien inför behov av stora strukturella förändringar som kommer att ställa beslutsfattarna på stora prov.

Sammantaget var det af Jochnicks bedömning att Europa är på rätt väg men balanserar fortfarande på en skör tråd. Krisländerna måste konsolidera sina statsfinanser, förstärka konkurrenskraften och kapitalisera sina banksystem. Om detta kan genomföras utan att de sammantagna effekterna blir alltför tillväxthämmande återstår att se.

Vice riksbankschef **Per Jansson** klargjorde att han stod bakom den prognos för utvecklingen i omvärlden som beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Som konstateras i utkastet är justeringarna i prognosen för omvärlden små jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari.

Precis som tidigare har fokus även under de senaste månaderna legat på den europeiska skuldskrisen, menade Jansson och det är också kring denna som han ville göra sina kommentarer när det gäller den internationella utvecklingen.

Liksom flera andra hade gjort i tidigare inlägg kommenterade han rimligheten i det grundläggande antagandet i prognosen om att "den europeiska skuldskrisen hanteras så att oron gradvis avtar under 2012".

Utvecklingen i Europa hittills under 2012 kan beskrivas med att det gjorts två steg framåt och ett tillbaka. Under början av året visade den akuta oron tendenser till att bedarra och det skedde en viss stabilisering i den internationella utvecklingen. ECB:s likviditetsstöd, i form av LTRO (Long Term Refinancing Operation) I och II, bidrog mycket till detta. Andra faktorer av betydelse var överenskommelsen om den nya finanspakten i syfte att på olika sätt förstärka budgetdisciplinen på europeisk nivå; uppgörelsen om ett andra stödpaket till Grekland inklusive en så kallad PSI (Private Sector Involvement); samt förstärkningen på kort sikt av den europeiska brandväggen via ett beslut att låta ESFS och ESM samexistera under en tid.

Men Jansson påtalade att under de senaste veckorna har oron ökat igen. Det beror delvis på att utfallsstatistiken vad gäller den ekonomiska utvecklingen i euroområdet har bjudit på en del bakslag. Marknaderna har under senare tid också haft stort fokus på budgetutvecklingen och hanteringen av bankproblemen i Spanien. Det har drivit upp ränteskillnaden för den spanska 10-åriga statsobligationsräntan mot Tyskland med cirka

125 räntepunkter sedan införandet av LTRO II. Under samma tidsperiod har även den italienska långa räntespreaden mot Tyskland stigit, med cirka 75 räntepunkter.

Den här utvecklingen menade Jansson understryker en poäng han försökte göra redan på det penningpolitiska mötet i februari, nämligen att det nu behövs nationellt ansvarstagande för att vinna de finansiella marknadernas förtroende. Man ska inte underskatta de potentiella vinsterna av att vinna marknadens förtroende och på så vis få ner riskpremier som pressar upp långa obligationsräntor.<sup>1</sup>

Stödåtgärder kan vara till viss hjälp men de tjänar inget till om de inte följs upp med åtgärder för att hantera de verkliga problemen, bland annat bristande konkurrenskraft, misskötta offentliga finanser, problem med kapitalnivåerna i banker, etcetera. Det lämpliga svaret från ekonomisk-politiskt håll på marknadens misstroende är lösningsinriktad handlingskraft kombinerat med en hög grad av öppenhet kring de rådande problemen, menade Jansson. Att försöka gömma undan problemen och skjuta på lösningarna är en strategi som prövats av många under lång tid. Man får hoppas att de allra flesta nu insett att detta inte är hållbart utan bara leder till att problemen återkommer sjufalt värre.

Att detta nationella ansvar nu tas är avgörande för om vårt grundläggande antagande kommer att stå sig, alltså det att "den europeiska skuldskrisen hanteras så att oron gradvis avtar under 2012". Vi kan inte räkna med att detta sker omgående men det är viktigt att det nu gradvis tas steg i rätt riktning, menade Jansson.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sa att han delade synen på den internationella utvecklingen så som den beskrivs i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Den ekonomiska aktiviteten i omvärlden har utvecklats ungefär som väntat sedan det förra penningpolitiska mötet. Det finns därför inte skäl att göra några stora ändringar i omvärldsbilden. Oljepriset har stigit på senare tid till följd av oro för utbudsstörningar och det innebär att inflationen kan bli något högre i de flesta länder det närmaste året. BNP-tillväxten kan däremot bli något lägre. Men förändringarna är små. Den övergripande bilden är fortsatt att tillväxten i omvärlden stiger gradvis de kommande åren.

Men Ingves menade att det finns skäl att tro att återhämtningen blir ganska svag. Många länder måste strama åt sin finanspolitik för att få ner budgetunderskott och statsskuld. Men även hushåll och företag har stora skulder i många länder och det är rimligt att tro att de behöver dra ner på sina skulder framöver. Ju längre man skjuter upp en nödvändig skuldminskning desto större är risken för en mer abrupt anpassning längre fram. Det gäller såväl hushåll, företag och staten. Detta ställer penningpolitiken inför en svår

---

<sup>1</sup> Se Baldacci och Kumar (2010), "Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields", IMF Working Paper WP/10/184 samt Corsetti, Kuester, Meier och Mueller (2012), "Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability", IMF Working Paper WP/12/33.

avvägning. Å ena sidan behövs en låg ränta för att hålla uppe efterfrågan. Å andra sidan innebär låga räntor att saneringen av balansräkningarna skjuts på framtiden.

När det gäller den ekonomiska utvecklingen i euroområdet har ett flertal ekonomiska indikatorer som till exempel hushållens och företagens förtroende stabiliserats, men på ganska låga nivåer. Det tyder på att BNP-tillväxten den närmaste tiden kommer att vara fortsatt svag. Den realekonomiska utvecklingen talar för en mindre nedrevidering av tillväxten i euroområdet i år.

ECB:s båda treårslån har enligt Ingves sannolikt underlättat finansieringen för en del europeiska banker men det är svårt att säga vilken effekt de har för tillväxtutsikterna framöver. Det har vidtagits en del åtgärder för att lösa de mest akuta problemen och förändringar i institutionella ramverk för att förhindra att nuvarande problem uppkommer igen. Trots dessa åtgärder så återstår det troligen många års arbete för att få långsiktigt hållbara lösningar på plats. ECB lånade ut för första gången på särskilda villkor 2007, då med motivet att det var något fel på marknaden. Efter fem år, och ännu större utlåning, är det nu snarare strukturella frågor - både i de banksektorer som har problem och bland de stater som har finansiella problem - som man har att hantera. Ett sådant rekonstruktionsarbete blir lätt ryckigt både inom sektorer och mellan länder. Det här försvårar naturligtvis konjunkturbedömningen men Ingves tyckte att huvudscenariot i den penningpolitiska uppföljningen är rimligt.

Utvecklingen i USA menade Ingves har varit ungefär som väntat. Såväl hushåll som företag har blivit allt mer optimistiska och arbetslösheten har fallit. Det finns inga skäl att göra några större ändringar av prognosen för BNP-tillväxten i USA.

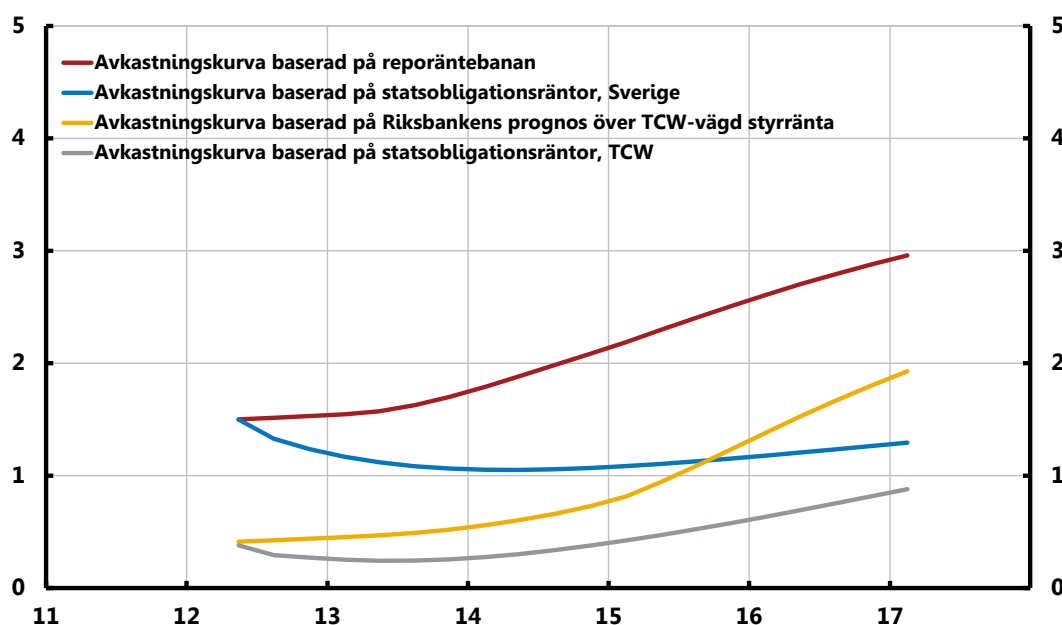
När det gäller omvärldens påverkan på svensk ekonomi ska man inte bara fokusera på den svaga utvecklingen i södra Europa. I Asien och framför allt Kina har den inhemska efterfrågan stärkts. Detta innebär att tillväxten där är mindre sårbar för svag extern efterfrågan. Det är även positivt för utvecklingen av de globala obalanserna. I USA är bytesbalansunderskottet i dag lägre än innan den finansiella krisen. För att kompensera för en lägre efterfrågan från USA så behövs en ökad inhemsk efterfrågan i länder som till exempel Kina för att hålla uppe den globala efterfrågan. Det som också talar för en relativt god tillväxt i tillväxtekonomierna framöver är att de har utrymme för en mer expansiv finans- och penningpolitik om efterfrågan skulle vika mer än väntat. Asiatiska banker är dessutom välkapitaliserade och är därför inte så sårbara för problemen i den europeiska banksektorn. Höga råvarupriser håller uppe tillväxten i till exempel Ryssland och i ett flertal latinamerikanska länder.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** kommenterade sedan Ekholms inlägg om hur stor roll styrränteprognosen längre fram och skillnaden mellan den och terminsräntorna spelar. Som ett sätt att illustrera detta hänvisade han till bild 2. Där visar den grå linjen den faktiska avkastningskurvan för TCW-viktade utländska statspapper upp till fem års

löptid medan den gula kurvan visar den avkastningskurva som är förenlig med den utländska styrränteprognoisen i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Den grå kurvan visar att en utländsk 5-årsränta är cirka 0,9 procent. Den gula kurvan visar att en femårsränta förenlig med styrränteprognoisen är ca 1,9 procent, det vill säga 1 procentenhet högre. Något förenklat kan man säga att prognosen i den penningpolitiska uppföljningen antar att utländska femårsräntor är 1 procentenhet högre än vad de faktiskt är. En procentenhet för en femårsränta är mycket och har stor effekt på realekonomi och växelkurs. En tumregel är att 1 procentenhet högre femårsränta har lika stor eller större effekt på realekonomin som en 2 till 3 procentenheters högre styrränta.<sup>2</sup>

### Bild 2. Avkastningskurvor, april 2012

Procent. Statsobligationsräntor från 12 april



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

Bild 2 visar också den stora skillnad som Svensson diskuterat förut mellan den femåriga svenska statspappersräntan och den femårsränta som är förenlig med en trovärdig och inprisad reporäntebana. Om reporäntebanan blev helt trovärdig skulle femårsräntan öka med cirka 1,5 procentenheter. Detta menade han var mycket och skulle ha en betydande negativ effekt på den svenska ekonomin.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** kommenterade Ingves inlägg med att hon höll med honom om att det finns stora tillväxtskillnader mellan olika länder. Det finns en risk att euroområdet behandlas som en klump utan hänsyn till nyanser. Det gäller tillväxtutsikterna, men även behovet av finanspolitiska åtstramningar. Länder med stora

<sup>2</sup> Se sidorna 326-327 i Svensson, Lars E.O. (2011), "Practical Monetary Policy, Examples from Sweden and the United States", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 289-332.

budget- och skuldproblem har inget annat val än att fullfölja en stram politik. Andra länder som har ett bättre utgångsläge och inte är utsatta för marknadspress har lite större frihetsgrader. De behöver inte nödvändigtvis skynda på implementeringen av sina åtstramningsplaner.

Riksbankschef **Stefan Ingves** höll med Ekholm om den stora osäkerheten i att dra alltför långtgående slutsatser utifrån en 0,5 procentenheters skillnad i utländska styrräntor om tre år. Ingves menade att Svenssons argumentation och diskussion om utländska styrräntor 2015 och längre fram i tiden och vilka effekterna skulle vara för den svenska kronan och reporäntebanan är reflektioner som inte tillfört mycket till den penningpolitiska diskussionen. Ingves menade att Svenssons argumentation förs på en för hög abstraktionsnivå. Växelkursprognoser är mycket osäkra och görs med en betydande grad av handpåläggning. Att helt utgå från resultaten av modellsimuleringar för att bestämma effekten av ränteskillnader för utländska räntor på växelkurs och reporänta är därför osäkert. Verkligheten kan här ofta se annorlunda ut än i modellvärlden.

Sammanfattningsvis konstaterade riksbankschef **Stefan Ingves** att BNP-tillväxten i omvärlden väntas vara svag den närmaste tiden för att därefter stiga succesivt. Det finns dock stora skillnader mellan länder och regioner. Tillväxten i tillväxtekonomierna förväntas vara relativt god de kommande åren. Återhämtningen i USA förutses bli betydligt starkare än i euroområdet. Bedömningarna inom direktionen skiljer sig något åt vad gäller synen på BNP-tillväxten, i synnerhet vad gäller euroområdet. Det råder också delade meningar om prognoserna för styrräntor i omvärlden.

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

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att konstatera att budskapet i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen kan sägas vara "Vissa ljusglimtar för svensk ekonomi", "Fortsatt låg inflation" och "Oförändrad ränta och räntebana". Svensson ansåg att ett bättre budskap vore "För låg inflation", "För hög arbetslöshet" och "Lägre ränta och räntebana leder till bättre måluppfyllelse".

Svensson menade att det borde vara klart för många att det är ett svårsålt budskap att huvudscenariots oförändrade ränta skulle vara en väl avvägd penningpolitik. Svensk inflation är lägst i EU enligt Statistiska centralbyrån (SCB).<sup>3</sup> Arbetslösheten är hög och stigande, långtidarbetslösheten är hög, och den höga arbetslösheten riskerar att bita sig fast. Riksbanken ska ju självständigt bedriva penningpolitiken. Men man kan ändå notera att Konjunkturinstitutet i senaste Konjunkturläget visar att en lägre räntebana innebär en

---

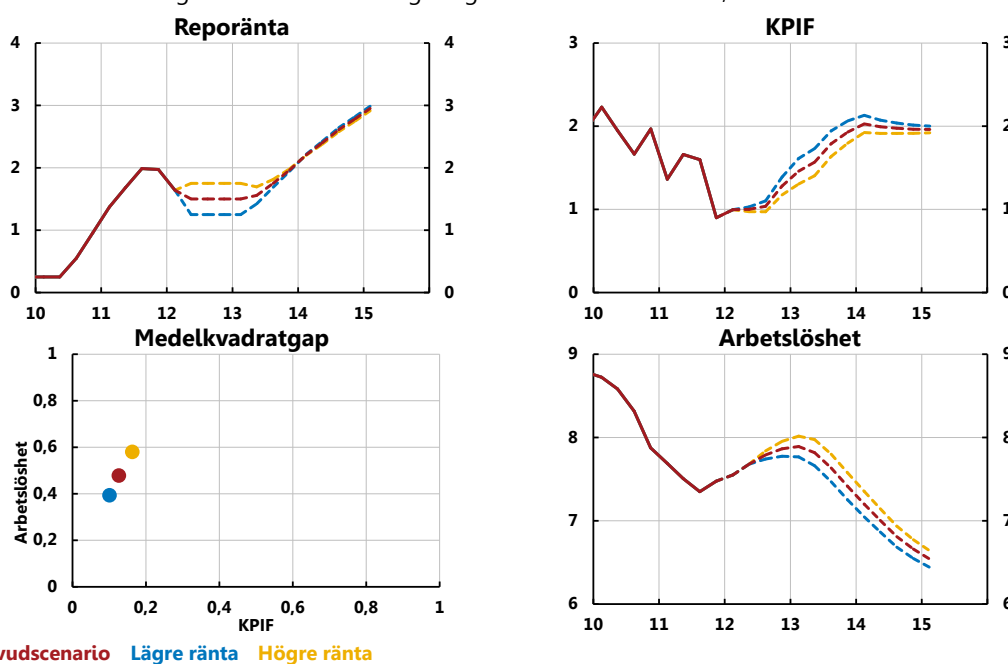
<sup>3</sup> SCB (2012), "SCB-Indikatorer: Ekonomisk månadsöversikt", Nummer 3, 30 mars 2012.

bättre penningpolitik, att en enig skuggdirektion i Dagens Industri förespråkar en lägre ränta och att regeringens vårproposition innehåller en prognos med en lägre reporäntebana. Regeringens vårproposition innehåller även ett inte orealistiskt alternativscenario med svagare internationell efterfrågan som ger en mycket lägre reporäntebana.

Svensson ansåg att även om man accepterar antagandena i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen om en väl optimistisk prognos för BNP-tillväxten i euroområdet och väl höga framtida utländska styrräntor ger en lägre reporäntebana bättre måluppfyllelse för KPIF-inflation och arbetslöshet. Det framstår tydligt i bild 3 som visar huvudscenariot och prognoser för alternativa räntebanor med hjälp av Riksbankens modell Ramses. Slutsatsen gäller också om man antar att inflationen och arbetslösheten reagerar långsammare på ränteändringar än i Ramses. Om reaktionen är långsammare är det ett argument för en större och tidigare räntesänkning.

### Bild 3. Penningpolitiska alternativ, april 2012

Utländska räntor enligt huvudscenario. Långsiktigt hållbar arbetslöshet 6,5 %



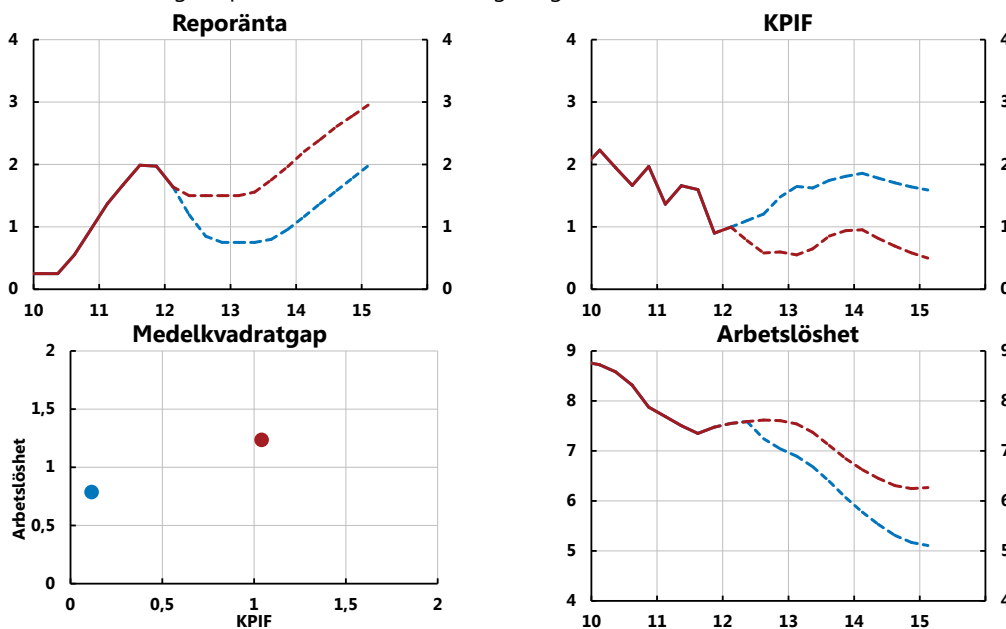
Källor: SCB och Riksbanken

En prognos för utländska styrräntor enligt terminsräntor, som Svensson i nuläget bedömer vara en mer realistisk prognos, ger enligt honom argument för en betydligt lägre reporäntebana. Detta illustreras i bild 4, som utgår från utländska styrräntor enligt terminsräntor och en långsiktigt hållbar arbetslöshet på 5,5 procent. Svensson framhöll att den lägre räntebanan leder till betydligt bättre måluppfyllelse för KPIF-inflationen och arbetslösheten. En mindre optimistisk prognos för euroområdet ger ytterligare argument för en lägre räntebana. Svensson betonade att slutsatsen inte är känslig för antagandet

om långsiktigt hållbar arbetslöshet utan blir densamma också om man antar en långsiktigt hållbar arbetslöshet på 6,5 procent.

#### Bild 4. Penningpolitiska alternativ, april 2012

Utländska räntor enligt implicita terminräntor. Långsiktigt hållbar arbetslöshet 5,5 %



Reporänta enligt huvudscenariot    Lägre ränta

Källor: SCB och Riksbanken

Mot bakgrund av detta reserverade Svensson sig mot den penningpolitiska uppföljningen och räntebanan. Han förordade en sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter till 1 procent och sedan en räntebana på 0,75 procent från och med tredje kvartalet 2012 till och med tredje kvartalet 2013 som sedan successivt stiger till 2 procent vid prognosperiodens slut.

Svensson tog sedan upp tre mer principiella frågor. För det första principer för hur penningpolitiken bör bedrivas och utvärderas, för det andra att man inte ska glömma bort att den penningpolitiska beslutsprocessen består av två distinkta steg och slutligen att man inte ska glömma bort ett längre perspektiv i penningpolitiken.

Svensson inledde om principerna för penningpolitiken och dess utvärdering. Den 4 april beslutade direktionen om det underlag för utvärdering av penningpolitiken som varje år skickas till Riksdagen. Riksbanken har i uppgift att självständigt uppfylla de mål som anges i Riksbankslagen och dess förarbeten. Eftersom Riksbanken är en myndighet under Riksdagen med en unik självständighet kräver en demokratisk kontroll av Riksbanken en noggrann utvärdering av huruvida penningpolitiken på bästa sätt uppfyller de mål som anges i Riksbankslagen och dess förarbeten så att ansvar kan utkrävas av direktionsledamöterna för den förda penningpolitiken.

En utvärdering av penningpolitiken underlättas om den är klar och begriplig. Enligt Svensson har Riksbankens penningpolitik i praktiken tyvärr blivit oklar och svårbegriplig av flera skäl. Som exempel kan nämnas att KPI-inflationen blandas ihop med KPIF-inflationen och att oklara, irrelevanta och kvalitativa mått på resursutnyttjandet blandas ihop med arbetslösheten. Att det finns tydliga skrivningar i regeringens proposition 1997/98:40 om Riksbankens ställning tycks glömmas bort. Det hänvisas också ofta till måluppfyllelse vid prognosperiodens slut istället för under hela prognosperioden. Men för en arbetslös är det stor skillnad mellan att få ett jobb inom ett eller två år istället för efter tre år. Det förekommer också oklara hänvisningar till bostadspriser, hushållens skuldsättning och finansiell stabilitet.

Vilket inflationsmått bör användas? Där finns en allmänt vedertagen princip att det inom några års sikt är KPIF-inflationen som är relevant. Skälet är att KPI-inflationen på kortare sikt påverkas direkt av Riksbankens egna ränteändringar och att penningpolitiken inte bör reagera på dessa tillfälliga effekter. På längre sikt tar dessa effekter i stort sett ut sig och då är det KPI-inflationen som är relevant. Detta är helt i linje med en av rekommendationerna i Goodhart och Rochets utvärdering,<sup>4</sup> en rekommendation som Riksbanken i sitt remissvar svarade instämmande på.

Svensson påminde om att han brukar framhålla att det förutom att stabilisera inflationen runt målet också gäller att stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Varför just arbetslösheten? Jo, regeringspropositionen (sidan 51) säger att Riksbanken bör, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå "hög sysselsättning". "Hög sysselsättning" betyder förstås "högsta hållbara sysselsättning". Att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar sysselsättningsbana är samma sak som att stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå, noga räknat korrigerat med arbetskraftsgapet om detta inte är så litet att det kan försummas.<sup>5</sup> Regeringspropositionen ger alltså klart stöd för ett fokus på sysselsättningen och därmed arbetslösheten, hävdade Svensson.

Svensson förklarade att han inte kan se att det finns något stöd i Riksbankslagen eller i regeringspropositionen för att i stället för arbetslösheten som målvariabel fokusera på den kvalitativa bedömning av resursutnyttjandet baserad på ett antal olika mått som nu förekommer. Detta får enbart effekten att man blandar bort korten, försvårar utvärdering och utkrävande av ansvar. Svensson ser inte att det finns något stöd för en kvalitativ bedömning istället för en kvantitativt mätbar måluppfyllelse. I ekonomisk politik är det numera välkänt att mål måste mätas kvantitativt för att få tillräcklig vikt och bli uppfyllda i praktiken. "What is measured gets done", som det brukar sägas. Därför finns det inflationsmål och inom finanspolitiken en strävan mot mätbara överskottsmål för

<sup>4</sup> Goodhart, Charles och Rochet, Jean-Charles (2011), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010*, 2010/11:RFR5.

<sup>5</sup> Arbetskraftsgapet avser skillnaden mellan faktisk och potentiell arbetskraft.



offentliga finanser. Svensson ansåg att det därför är viktigt med en mätbar kvantitativ måluppfyllelse inte bara för inflationen utan även för arbetslösheten. Därför bör man fokusera på arbetslöshet i förhållande till en skattad långsiktigt hållbar arbetslöshetsnivå. Dessutom poängterade Svensson att arbetslösheten jämfört med andra indikatorer för resursutnyttjandet har större välfärdsrelevans, är bättre känd och förstådd samt har mindre mätfel än exempelvis BNP och BNP-gapet.

Principen för hur penningpolitiken bör bedrivas blir då att välja en räntebana så att under prognoshorisonten man bäst stabiliserar KPIF-inflationen runt målet på 2 procent och arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå. Penningpolitiken bör då också utvärderas utifrån i vilken utsträckning den följer denna princip.

Den andra principiella frågan som Svensson diskuterade handlade om att inte glömma bort att den penningpolitiska beslutsprocessen består av två steg. Det beror på att inflation och arbetslöshet påverkas av både faktorer som är oberoende av räntan och räntebanan och på själva räntan och räntebanan.

Steg 1 består i en bedömning av de faktorer som är oberoende av räntan och räntebanan – en bedömning av nuläge och utvecklingstendenser i den svenska ekonomin och i omvärlden, det som på engelska brukar kallas "current situation and outlook". I praktiken består det i att skatta nuläget i den svenska ekonomin och omvärlden samt göra väntevärdesriktiga prognoser för inflation, BNP, och räntor i omvärlden och för sådana storheter som konsumtions- och investeringsbenägenhet, produktivitet, kostnads- och inflationsimpulser, finanspolitik med mera i den svenska ekonomin.

Steg 2 består i att, givet resultatet av det första steget, välja en räntebana som bäst uppfyller målen för penningpolitiken, det vill säga att välja mellan olika policyalternativ, vad som på engelska kan kallas "policy action". Det innebär enligt de nämnda principerna för penningpolitiken att välja en räntebana så att motsvarande prognoser för inflation och arbetslöshet bäst uppfyller målen för penningpolitiken. Steg 2 består i praktiken oftast av att välja mellan högre och lägre räntebanor och att välja en räntebana så att varken en högre eller lägre räntebana än den valda ger bättre måluppfyllelse.

Det första steget är gemensamt för all prognosverksamhet. Det andra steget, valet mellan olika policyalternativ, är det som är specifikt för penningpolitiken och som är själva kärnan i penningpolitiken.

Enligt Svensson är det märkliga att det andra steget får tämligen litet utrymme i Riksbankens penningpolitiska process och även i underlaget för utvärdering. Svensson lyfte fram att han saknar en seriös och utförlig diskussion av olika policyalternativ med hänsyn till vilket som ger bäst måluppfyllelse.

Mot bakgrund av detta framhöll Svensson de fyrfältsdiagram som visas i bild 3 och 4 och liknande diagram som han visat vid tidigare penningpolitiska möten. Där sammanfattas

valmöjligheterna i steg 2 för givet resultat av steg 1 genom att alternativa räntebanor och motsvarande prognoser för KPIF-inflation och arbetslöshet redovisas, liksom medelkvadratgap som vid behov kan användas som mått på hur väl inflation och arbetslöshet stabiliseras. Mot bakgrund av ovanstående resonemang blir dessa diagram centrala i penningpolitiken: När det gäller själva policyvalet, det vill säga valet av räntebana, när det gäller att motivera det penningpolitiska beslutet, och när det gäller att utvärdera penningpolitiken. Svensson fann det märkligt att det i direktionen bara är han och Ekholm som brukar hänvisa och motivera valet utifrån dessa diagram och policyalternativ.

Slutligen framhöll Svensson vikten av att inte glömma bort ett längre tidsperspektiv i penningpolitiken. Han menade att det är viktigt att vid varje penningpolitiskt beslut även ha ett längre perspektiv. Även utvärderingar av penningpolitiken bör ha ett längre perspektiv. Då gäller det att se på genomsnitt och stabilitet av KPI-inflation och arbetslöshet på längre sikt.

I det sammanhanget är det förstås önskvärt att genomsnittlig KPI-inflation ligger på 2 procent. Under perioden 1996-2011 har dock genomsnittlig KPI-inflation legat på 1,4 procent mätt med realtidsdata. På grund av en ny metod att beräkna inflationstakt från 2005 blir genomsnittlig inflation 1,3 procent om den mäts med den nya metoden under samma period, men realtidsdata är mer relevanta vid utvärdering av penningpolitiken.

Svensson framhöll att det givetvis inte är bra att systematiskt missa målet under 16 år. Men han lyfte fram att, som han kortfattat noterat vid det penningpolitiska mötet i februari, den kanske viktigaste frågan är om det missade målet också medfört realekonomiska kostnader. Har penningpolitiken långsiktiga effekter på arbetslösheten (bortsett från persistenseffekter med mera som klingar av efter ett antal år)?

Standardsvaret är att genomsnittlig arbetslöshet är oberoende av penningpolitiken och inflationstakten. Det beror på att inflationsförväntningarna antas anpassa sig till den faktiska inflationen. Då blir den långsiktiga Phillips kurvan vertikal, och den genomsnittliga arbetslösheten blir oberoende av den genomsnittliga inflationstakten.

I Sverige har dock inflationsförväntningarna mätt med TNS Sifo Prosperas enkät stabiliserats runt 2 procent, trots att den genomsnittliga inflationen varit lägre. Detta framgår av bild 5, som visar femårsgenomsnitt av Prosperas ett- och två-årsförväntningar för samtliga intervjuade från och med 1996. Där visas också femårsgenomsnitt för KPI-inflationen och KPIX/KPIF-inflationen (KPIX-inflationen till och med mars 2008, KPIF-inflationen från och med april 2008).<sup>6</sup> Riksbanken har alltså lyckats förankra inflationsförväntningar vid 2 procent trots att faktisk inflation i genomsnitt varit lägre. Att

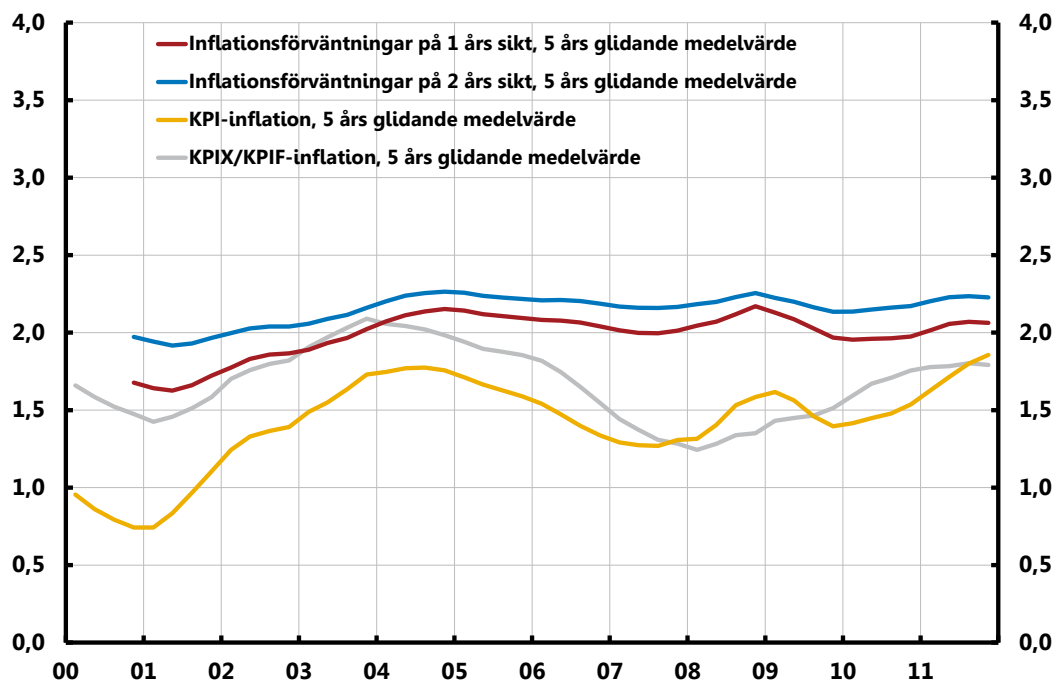
---

<sup>6</sup> KPIX rensar bort effekter av indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egna hem från KPI. KPIF exkluderar de direkta effekterna på KPI av förändringar i bolåneräntor.

inflationförväntningarna förankrats är i sig bra, påpekade Svensson, och möjliggör för Riksbanken att bättre stabilisera arbetslösheten utan att inflationen varierar för mycket.

### Bild 5. Inflationförväntningar och inflation

Årlig procentuell förändring, 5 års glidande medelvärde



Anm. KPIX/KPIF-serien är konstruerad från KPIX-inflationen till och med mars 2008 och från KPIF från och med april 2008.

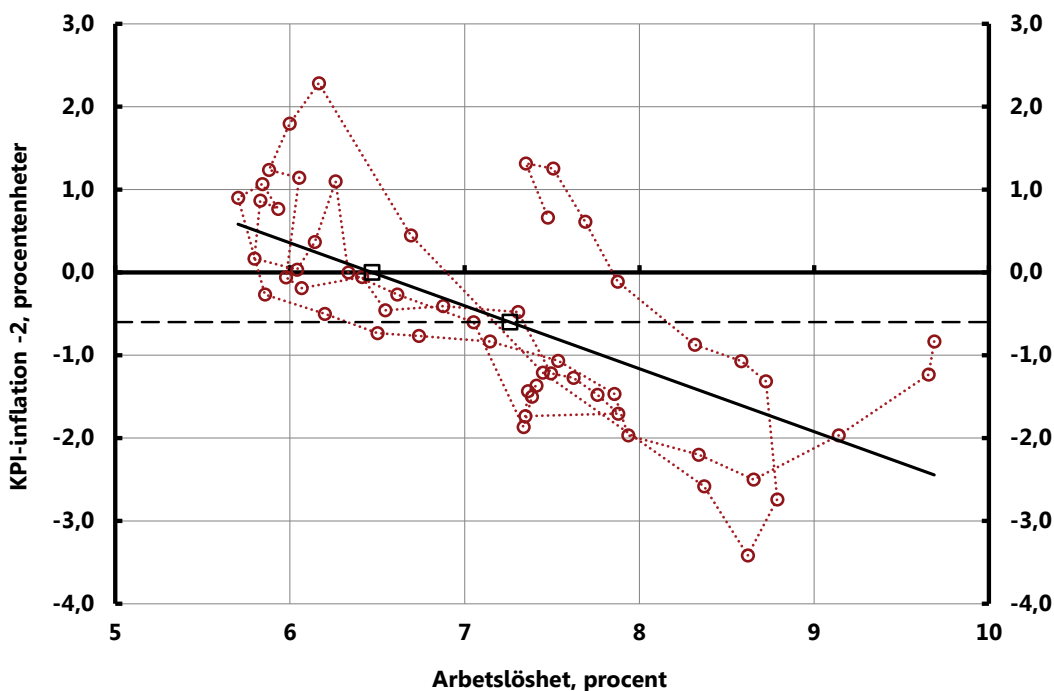
Källor: SCB och TNS SIFO Prospera.

Att inflationförväntningarna har förankrats på en annan nivå än den realiserade inflationen medför också att den långsiktiga Phillipskurvan inte längre är vertikal utan nedåtlutande. Detta visas i bild 6. De rödfärgade cirklarna visar utfall av arbetslöshet och gapet mellan KPI-inflation och målet på 2 procent från första kvartalet 1998 till och med fjärde kvartalet 2011. Den svarta linjen är en skattad långsiktig Phillipskurva. Att den långsiktiga Phillipskurvan inte längre är vertikal har även noterats för USA sedan 2000 i en policy brief av Jeffrey Fuhrer vid Federal Reserve Bank of Boston.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Fuhrer, Jeffrey (2011), "Inflation Expectations and the Evolution of U.S. Inflation", Policy Brief No. 11-4, Federal Reserve Bank of Boston, [www.bos.frb.org](http://www.bos.frb.org).

**Bild 6. Nedåtlutande långsiktig Phillips-kurva**

Urval 1998 kv 1 – 2011 kv 4



Källor: SCB och egna beräkningar

Den högra fyrkanten på den långsiktiga Phillipskurvan motsvarar en genomsnittlig inflation 0,6 procentenheter under målet, vilket ger en genomsnittlig arbetslöshet på 7,3 procent. Den vänstra fyrkanten motsvarar en genomsnittlig inflation på målet, vilket ger en genomsnittlig arbetslöshet på 6,5 procent. Skillnaden är 0,8 procentenheter. För Sverige tycks alltså 0,6 procentenheters lägre genomsnittlig inflation ha gett upphov till 0,8 procentenheters högre genomsnittlig arbetslöshet under de senaste 16 åren. Denna skattning verkar ganska robust för olika antaganden. En preliminär analys med fler detaljer finns i Svensson (2012).<sup>8</sup>

Hållbarheten av detta resultat och de policyimplikationer det kan medföra bör givetvis undersökas närmare. Svensson menade att en rimlig policyslutsats är att det är mycket viktigt att framöver se till att genomsnittlig inflation ligger på målet och att se målet som en mittpunkt, som symmetriskt, snarare än som ett tak och asymmetriskt. En annan möjlig slutsats som Svensson lyfte fram var att skattningar av långsiktigt hållbar arbetslöshet som bygger på historiska genomsnitt kan ha blivit cirka 0,8 procentenheter för höga. I så fall kanske Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten på 6,5 procent istället bör vara 5,7 procent, inte långt från Konjunkturinstitutets skattning från

<sup>8</sup> Svensson, Lars E.O. (2012), "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target", working paper, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).

december 2011 på 5,8 procent och Svenssons egna preliminära bedömning från hösten 2010 på 5,5 procent.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att konstatera att hon, liksom Svensson, har svårt att se några skäl till varför reporäntan och räntebanan skulle hållas oförändrad. Inflationstrycket är lågt i dagsläget och, som framgår av utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, förväntas det vara så under stor del av prognosperioden. KPIF-inflationen beräknas inte komma upp till 2 procent förrän mot slutet av 2013. Dessutom väntas resursutnyttjandet vara lägre än normalt under i princip hela prognosperioden. Arbetslösheten väntas till exempel öka i år för att inte komma ned till 6,5 procent förrän i slutet av prognosperioden.

Ekholm menade att det i ett sådant läge inte framstår som förenligt med en god målluppfyllelse att hålla räntan och räntebanan oförändrad. Inflationen skulle hamna närmare inflationsmålet och resursutnyttjandet närmare vad som är långsiktigt hållbart med en lägre reporänta.

Ekholm ställde sig därmed inte bakom räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning, utan hon förordade en räntesänkning idag och en lägre räntebana. Hon lyfte fram att hon så långt var övertygad om vad hon tyckte var rätt att göra i detta läge. Ekholm förklarade dock att hon tyckte att det var betydligt svårare att ta ställning till hur mycket räntan bör sänkas idag, hur långt ned räntebanan bör gå och hur länge den bör ligga där.

Å ena sidan lyfte Ekholm fram att det känns tryggare att förorda förändringar av reporäntan som är små, såsom en förändring med 0,25 procentenheter. Det är en förändring som har gjorts vid flera tillfällen förut och den sticker inte ut och skickar inte en signal om att läget är mycket värre än i tidigare bedömningar.

Å andra sidan verkar penningpolitiken med en sådan fördröjning att det är svårt att tro att den låga inflation och ökade arbetslöshet som beskrivs i den penningpolitiska uppföljningen för det närmaste året ska kunna motverkas på något effektivt sätt om reporäntan inte sänks mer än bara marginellt nu. En möjlig kritik mot de modellanalyser av alternativa räntebanor som diskuteras vid de penningpolitiska mötena är att de utgår från en penningpolitisk respons som är orealistiskt snabb. Om det förhåller sig på det sättet så menade Ekholm att man riskerar missa att få upp KPIF-inflationen till 2 procent och att trycka ned arbetslösheten när den ligger över sin långsiktigt hållbara nivå, om reporäntan inte sänks mer ordentligt i dagsläget. Huruvida den penningpolitiska responsen i Ramses är orealistiskt snabb är dock en öppen fråga och Ekholm lyfte fram att det är viktigt att utreda den ordentligt. Detta är ett arbete som sker på avdelningen för penningpolitik vilket Ekholm poängterade måste få ta sin tid.

Sammantaget menade Ekholm att argumentet för att gå vidare fram med räntesänkningar överväger. Därför förordade hon en sänkning med 0,5 procentenheter,

det vill säga till en reporänta på 1 procent, och en bana som ligger kvar där till tredje kvartalet 2013. Detta, menade Ekholm, är konsistent med den uppfattning som hon gav uttryck för vid det penningpolitiska mötet i februari då hon förordade en reporänta på 1,25 procent och en bana som sedan gick ned till 1 procent. Vidare bedömde hon att sannolikheten för att räntan ska behöva sänkas ytterligare framöver är lika stor som att den ska behöva höjas, så därför ansåg hon fortfarande att banan bör bottna på 1 procent. Ekholm ansåg att den sedan, liksom i utkastet till penningpolitisk uppföljning, bör stiga successivt och hon förordade en bana som landar på 2,25 procent vid prognoshorisontens slut.

Ekholm diskuterade därefter varför hon förordade en reporäntebana som landar på 2,25 procent vid prognoshorisontens slut. Eftersom prognosen för de utländska styrräntorna är osäker så vore det bra om det går att välja en räntebana som ger hyfsad måluppfyllelse med både den aktuella TCW-banan för utländska styrräntor och en prognos helt baserad på terminsräntor. Det är dock svårt att veta hur en sådan bana skulle se ut eftersom skillnaden i hur prognosen för inflation och resursutnyttjande faller ut blir så stor i modellkörningar. När Ekholm bedömde att en reporäntebana som slutar på 2,25 procent är lämplig lade hon något större vikt vid en prognos för utländska styrräntor helt baserad på terminsräntor än den faktiska TCW-viktade styrräntebanan. Men hon betonade att den bedömningen inte bygger på någon sofistikerad analys. Men eftersom det handlar om en prognos för reporäntan tre år fram i tiden så menade Ekholm att det finns gott om tid att revidera den i takt med att det kommer information om hur ekonomin utvecklar sig.

Sammanfattningsvis förordade Ekholm en sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter och en räntebana som ligger kvar på 1 procent till tredje kvartalet 2013, för att sedan successivt stiga till 2,25 procent i slutet av prognoshorisonten. Det är en räntebana som förknippas med en högre prognos för KPIF-inflationen och resursutnyttjandet och som enligt Ekholm utgör en bättre avvägd penningpolitik än den föreslagna räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Ekholm bedömde att detta gäller oberoende av om utländska styrräntor prognosticeras enbart med utgångspunkt från implicita terminsräntor eller på det sätt som är gjort i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** sa att hon delar bedömningen av den svenska ekonomin i den penningpolitiska uppföljningen och att hon står bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent samt att lämna räntebanan oförändrad.

Den bedömning över svensk ekonomi som direktionen gjorde i samband med det penningpolitiska mötet i februari står sig relativt väl. Tillväxten i svensk ekonomi blir låg under 2012 men väntas ta fart 2013. Ny statistik som publicerats efter räntebeslutet i februari stödjer bedömningen samtidigt som bilden av läget i svensk ekonomi är

splittrad. Det finns därför anledning att vara försiktig med att dra alltför långtgående slutsatser på enstaka siffror.

Efterfrågan från utlandet kommer att var låg under det kommande året. Denna bedömning stöds av den svaga utvecklingen på många av Sveriges exportmarknader och statistik över orderingången. Hushåll och företags framtidstro har dock blivit mer positiv under våren. Konjunkturinstitutets barometer i mars var betydligt mer positiv än väntat. Samtidigt finns statistik som går i motsatt riktning. af Jochnick lyfte fram de siffror som SCB nyligen redovisade över industriproduktionen i februari som var mer negativa än förväntat, även om det framför allt drevs av temporära effekter.

En skillnad jämfört med bedömningen i februari är att prognosen innebär ett visst kostnadstryck under 2012. Detta kommer framför allt från ökade arbetskostnader och högre oljepriser.

EU-kommissionen pekade nyligen i en rapport ut Sverige som en medlemsstat med potentiella makroekonomiska obalanser.<sup>9</sup> Även om detta inte direkt har bäring på det penningpolitiska beslutet så ville af Jochnick ändå gärna lämna en kommentar på kommissionens rapport vad gäller Sverige. Dels pekar rapporten på stigande bostadspriser, dels på hög privat skuldsättning. Kommissionens analys baseras på indikatorer och Sverige sticker ut jämfört med andra länder på de identifierade områdena. af Jochnick bedömer att det finns goda skäl som kan förklara såväl de stigande bostadspriserna som hushållens skuldsättning. Vad gäller bostadspriserna så hänvisade hon till Riksbankens rapport från 2011<sup>10</sup> och vad gäller hushållens skuldsättning så har Finansinspektionen nyligen i en rapport visat att hushållen är väl rustade att hantera sina lån även i ett högre ränteläge än i dag.<sup>11</sup> Trots detta ansåg af Jochnick att det är viktigt att vara vaksamma eftersom långvarigt låga räntor kan bidra till att hushållen ökar takten i skuldsättningen när synen på framtiden ljusnar.

af Jochnick betonade att hon är medveten om att penningpolitiken inte har som mål att begränsa hushållens skuldsättning men att hon ändå anser att direktionen måste beakta eventuella negativa effekter och incitament som låga räntor kan ha över tiden. Detta är ett område som i första hand makrotillsynen måste analysera och bedöma.<sup>12</sup>

Sammantaget bedömde af Jochnicks att konjunktur- och inflationsutsikterna i stort sett är oförändrade sedan februari. Resursutnyttjandet i ekonomin förblir lågt under 2012 och

---

<sup>9</sup> EU-kommissionen (2012), *Alert Mechanism Report*.

<sup>10</sup> Sveriges Riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Stockholm april 2011.

<sup>11</sup> Finansinspektionen (2012), *Den svenska bolånemarknaden*, Rapport 13 mars 2012.

<sup>12</sup> 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.

arbetslösheten kommer att fortsätta öka något. KPIF-inflationen förblir låg under 2012 men kommer att stiga för att nå 2 procent under 2014.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att påpeka att det penningpolitiska beslutet varken har varit självklart eller enkelt och att det för honom har stått mellan två olika alternativ. Det första innebar att behålla reporäntebanan från den penningpolitiska rapporten i februari. Det andra alternativet bestod i att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter och ligga kvar på denna något lägre räntenivå i ungefär ett år. Det senare alternativet var en bana för reporäntan som har diskuterats under beredningsprocessen och som gradvis växte fram som ett rimligt alternativ till reporäntebanan från den penningpolitiska rapporten i februari.

Jansson lyfte först fram inflationsbilden och konstaterade att utvecklingen hittills under året sammantaget varit i linje med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i februari. Utfallet i januari var visserligen något lägre än väntat men detta prognosfel har eliminerats av oväntat höga utfall i februari och mars. Detta talar allt annat lika för att reporäntebanan från den penningpolitiska rapporten i februari står sig.

När det gäller den realekonomiska utvecklingen är bilden på kort sikt en aning suddig. Å ena sidan har ett antal indikatorer - såsom KI:s månadsbarometrar, detaljhandeln och utrikeshandelsstatistiken - pekat på ökad fart i svensk ekonomi under inledningen av 2012. Framförallt KI:s månadsbarometer för mars var rekordstark, med en ökning i den så kallade barometerindikatorn på hela 8 enheter. Denna ökning motsvarar den största förändringen i barometerindikatorn sedan månadsundersökningarna började göras 1996. Det var den andra månaden i rad som barometerindikatorn steg och den ligger nu cirka 2 enheter över sitt historiska genomsnitt. Å andra sidan backade industriproduktionen kraftigt i februari, med 5,2 procent jämfört med januari. Även industrins ordergång föll rejält, med 5,5 procent jämfört med januari.

En systematisk analys av alla nya månadsindikatorer sedan den penningpolitiska rapporten i februari pekar på att BNP-tillväxten bör kunna hamna kring 0,5 procent första kvartalet 2012. Det är en indikatorbaserad BNP-tillväxt som är en bra bit högre än inför bedömningen i februari. Detta innebär att indikatorerna tyder på bättre fart i svensk ekonomi, även när analysen fullt ut tar hänsyn till den svaga industristatistiken. Då SCB menar att industristatistiken påverkats av "produktionsbortfall som ser ut att vara tillfälligt" och "osäkra skattningar" ansåg Jansson att det dessutom inte är självklart att man fullt ut ska ta hänsyn till den svaga industristatistiken.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> SCB (2012), Industrins leverans- och orderläge, februari 2012: Minskad ordergång, Pressmeddelande från SCB 2012-04-10, Nr 2012:90 och SCB (2012), Industriproduktionsindex (IPI), februari 2012: Minskad industriproduktion, Pressmeddelande 2012-04-10, Nr 2012:91.



Sammantaget innebär prognosen för den kortsiktiga BNP-tillväxten i utkastet till penningpolitisk uppföljning att den väntas uppgå till cirka 0,4 procent per kvartal under första halvåret 2012. Det är en klart högre tillväxt än i den penningpolitiska rapporten i februari, där tillväxten under första halvåret 2012 väntades hamna kring strax över 0 procent per kvartal. Enligt Jansson innebär detta att tillväxtförloppet i närtid inte heller talar för att reporäntebanan från den penningpolitiska rapporten från februari är för hög.

Vad gäller den realekonomiska utvecklingen på lite längre sikt är prognosen för BNP-tillväxten nedreviderad med några tiondelar både 2013 och 2014 jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Men denna revidering av tillväxten hänger i hög grad samman med att SCB justerat upp statistiken för antalet arbetade timmar från 2010 och framåt. Detta har i sin tur tolkats i prognosen som att den trendmässiga produktivitetstillväxten är lägre än i bedömningen i februari.

Jansson menade att det inte finns så mycket penningpolitiken kan göra åt lägre trendmässig produktivitetstillväxt. Det understryker istället behovet av högre tillväxt i potentiellt antal arbetade timmar genom att öka arbetsutbudet och antalet jobb med strukturella reformer som gör att arbetsmarknaden fungerar bättre. Mot den här bakgrunden anser Jansson att det är en smula oroväckande att lönebildningen uppvisar ganska stora friktioner redan vid en arbetslöshet på cirka 7,5 procent. Dessa friktioner gör, enligt Jansson, att man måste ställa sig frågande inför möjligheten att svensk arbetsmarknad med nuvarande sätt att fungera kan klara en långsiktig arbetslöshet på en låg nivå.

Sammantaget konstaterade Jansson att varken inflationsbilden eller bilden av den realekonomiska utvecklingen talar för att ändra reporäntebanan från februari. Det ska påpekas att denna räntebana innebär en mycket expansiv penningpolitik med negativ real reporänta under en stor del av prognosperioden. Jansson menade att det är viktigt att framhäva detta eftersom det inte sällan i debatten låter som att diskussionen gäller huruvida penningpolitiken ska vara åtstramande eller inte. Men vad det i själva verket handlar om är naturligtvis bara hur expansiv penningpolitiken bör vara. Jansson konstaterade att han hittills inte har hört någon föreslå att alternativet är en åtstramande politik.

Jansson underströk vidare att han principiellt sett inte är mindre orolig idag än vad han var vid det penningpolitiska mötet i februari för vad en väldigt låg ränta under en längre tid innebär för ekonomins sätt att fungera. Liksom vid förra mötet, konstaterade han dock att riskerna förknippade med en låg ränta för närvarande ser ut att vara under kontroll.

Jansson berörde avslutningsvis ytterligare en aspekt som på marginalen haft betydelse för valet mellan att lämna reporäntan oförändrad eller att sänka den. Han påpekade att en av poängerna med att sänka reporäntan ju är att stimulera hushållen till att öka sina krediter och upplåning. Att BNP-tillväxten gärna får öka är vi väl alla överens om men det

vore betydligt bättre om den skulle göra det till följd av högre tillväxt i omvärlden än genom att hushållen fortsätter att skuldsätta sig. Hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten har ökat från cirka 90 procent i mitten av 1990-talet till cirka 170 procent i slutet av 2011. Under prognosperioden, betingat på den reporäntebana som finns i utkastet till penningpolitisk uppföljning, ökar skuldkvoten ytterligare något till följd av att krediterna fortsätter att öka snabbare än de disponibla inkomsterna. Allt annat lika innebär detta en ökad sårbarhet och skörhet i svensk ekonomi. En ännu lägre reporäntebana skulle bidra ytterligare till detta, vilket Jansson ansåg att man inte kan bortse från.

Jansson konstaterade att slutsatsen av allt detta är att han stödjer beslutet att inte ändra reporäntan och att hålla fast vid den bana för reporäntan som fanns i den penningpolitiska rapporten i februari.

Jansson kommenterade sedan Svenssons inlägg om principiella frågor. Jansson påpekade att han inte riktigt förstod poängen med att ta upp dessa frågor på det penningpolitiska mötet. Detta är ju frågor som kan diskuteras mycket länge men den tiden står inte till buds på ett möte av det här slaget. Jansson menade att det låter på Svensson som om det är frågor som direktionen aldrig tidigare diskuterat, vilket han anser är grovt missvisande. Dessa frågor har diskuterats livligt och ofta under de senaste åren och flera av dem har också lett till konkreta projekt i avdelningarnas verksamhetsplaner. Det är viktigt att utomstående inte får intrycket att detta är frågor Riksbanken inte sysselsätter sig med.

Som en allmän kommentar till Svenssons inlägg om principiella frågor lyfte Jansson fram att han tycker att det är viktigt att inte blanda ihop rätt och fel med att olika personer kan ha olika uppfattningar i svåra frågor som inte har några självklara svar.

Som en specifik kommentar till Svenssons resonemang kring inflationens avvikelse från inflationsmålet och förekomsten av en så kallad långsiktig Phillipskurva lyfte Jansson fram ett antal tankegångar. Liksom när frågan diskuteras vid det penningpolitiska mötet i februari, anförde Jansson att det är viktigt att inte glömma bort situationen på 1970- och 1980-talen när tiondelarna i avvikelsen från inflationsmålet diskuteras. Jansson menade att det ur det perspektivet är svårt att dra slutsatsen att penningpolitiken nu är misslyckad. Det här utvecklade Jansson utförligt på det penningpolitiska mötet i februari och han fann ingen anledning att upprepa det igen.

Jansson ansåg att de nya beräkningarna som Svensson presenterade vilar på ett antal ganska svårsmälta antaganden. För det första antas att Riksbanken av någon anledning skulle ha skäl att avsiktligt och systematiskt sikta på en annan inflationstakt än den som den själv valt att införa som mål. Bortsett från att detta kan tyckas sakna logik är det något Jansson inte alls känner igen sig i, efter att ha arbetat på Riksbanken i nästan 15 års tid. För det andra antas att ekonomins aktörer aldrig förstår att Riksbanken har en hemlig

agenda, som innebär att systematiskt skjuta under inflationsmålet. Enligt antagandet fortsätter ekonomins aktörer att hela tiden tro att inflationen ska bli 2 procent trots att Riksbanken år efter år väljer att leverera något annat. Det är viktigt och centralt att understryka att aktörerna därmed aldrig någonsin förutsätts förstå vad Riksbanken håller på med. Om de skulle göra detta så försvinner enligt teorin de långsiktiga effekterna på arbetslösheten och det som händer är endast att inflationen blir lägre på lång sikt.

Vad förklarar då att inflationsförväntningarna ligger kvar kring 2 procent? Jansson menade att svaret hänger ihop med faktorer han redan varit inne på. Ekonomins aktörer litar på att Riksbanken gör sitt bästa för att uppnå inflationsmålet. De förstår att det inte är så enkelt att styra inflationen med hög precision. De förstår att det kan finnas perioder som präglas av speciella omständigheter och som gör att inflationen avviker från inflationsmålet men de räknar inte med någon systematik i avvikelserna. I själva verket är ju detta just en av inflationsmålsregimens styrkor: om inflationsmålet har trovärdighet finns det ingen stark koppling mellan den faktiska inflationen och inflationsförväntningarna på lite sikt.

Mot denna bakgrund var Janssons bedömning att det är mycket tveksamt om dessa nya beräkningar kan anses ha någon empirisk relevans.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att kommentera Svenssons resonemang om att den faktiska inflationen har avvikit från målet och hon lyfte fram vikten av att fördjupa analysen för att se vilka orsakerna till avvikelserna har varit. När penningpolitikens måluppfyllelse diskuteras är det också viktigt att förstå att man med penningpolitiken inte kan finkalibrera inflationen eller resursutnyttjandet. Wickman-Parak menade att de medelkvadratgap som Svensson bygger sin analys på ger ett falskt intryck av precision och enkelhet.

Vidare anknöt Wickman-Parak till Janssons resonemang om huruvida penningpolitiska beslut är enkla eller inte och hon lyfte fram att det nuvarande beslutet inte har varit enkelt för henne heller.

Som konjunkturbedömare konfronteras man av ett ständigt flöde av ny statistik som ofta spretar åt olika håll. Dessutom kan revideringar av statistik ändra bilden av historien och kasta nytt ljus över utgångsläget i ekonomin. Ett par exempel ur statistikflödet sedan februari kan illustrera det förra ganska väl. Knappt hade SCB publicerat en BNP-siffra för fjärde kvartalet som blev svagare än väntat innan en mycket stark barometer från Konjunkturinstitutet publicerades. Wickman-Parak lyfte även fram ett exempel på revideringar av statistik. SBC:s upprevidering av antalet arbetade timmar ger en ny bild av produktiviteten vars tillväxt visar sig ha varit lägre än tidigare redovisat både 2010 och 2011. Som Jansson lyfte fram innebär den här revideringen en annan bedömning av den trendmässiga produktivitetstillväxten framöver.

Wickman-Parak menade att det som vanligt handlar om att inte läsa in för mycket i enskilda siffror utan att väga samman all information för att bilda sig en uppfattning om utgångsläget och drivkrafterna framåt. För det krävs välstrukturerade processer i prognosarbetet och en stab som driver arbetet grundligt och professionellt, vilket Riksbanken har. Svensson berörde i sitt inlägg de olika stegen i prognosarbetet för att komma fram till vilken räntebana som är lämplig. Det är just så prognosarbetet bedrivs i dagsläget.

Att 2012 blir ett svagt tillväxtår har Riksbanken förutsett ganska länge. I den penningpolitiska rapporten i februari var prognosen för BNP-tillväxten 0,7 procent. Nu förväntas den bli 0,4 procent. Revideringen hänger samman med det oväntat svaga utfallet i slutet av förra året som i sin tur berodde på ett oväntat stort exportfall. Återigen har vi fått en illustration på hur en liten exportberoende ekonomi snabbt och hårt kan få känna av ett försämrat konjunkturklimat i omvärlden. Tagen för sig kan BNP-siffran förefalla illavarslande. Men först konstaterade Wickman-Parak att utfallen för den inhemska efterfrågan kom in i linje med Riksbankens prognos. Senare siffror för detaljhandeln samt ett ökat förtroende hos hushåll pekar vidare mot att konsumtionen ökar även om bedömningen innebär att det tar tid innan den tar mer ordentlig fart. Därtill har siffrorna för årets två första månader visat att varuexporten åter ökar. Trots detta är det rimligt att förvänta sig en fortsatt svag exportökning givet en svag exportorderingång.

Barometern från Konjunkturinstitutet var, som tidigare nämnts, överraskande stark och det gällde över hela linjen. Kraften i uppgången ska dock tolkas med försiktighet. Sådana här siffror kan svänga och särskilt så i känsliga skeden. Men när Wickman-Parak väger samman de siffror som kommit sedan februari är bedömningen att konjunkturutsikterna på marginalen blivit lite ljusare. Det kan förefalla märkligt om man tittar noga på prognosen, som hon ställer sig bakom, och ser att tillväxtprognosen för 2013 och 2014 är något svagare än i februari. Det beror bland annat på att den trendmässiga produktiviteten bedöms vara lägre vilket innebär en lägre trendmässig tillväxttakt för BNP. Den här bilden stöds av SCB:s nyss nämnda nedrevideringar av produktivitetstillväxten.

Sammanfattningsvis menade Wickman-Parak att bilden av konjunkturutsikterna och resursutnyttjandet är ungefär desamma som i februari. Samma sak gäller inflationsutsikterna. Den räntebana som beslutades i februari står sig väl även denna gång. Den innebär en expansiv penningpolitik med en negativ realränta under en tid framöver.

Att den underliggande inflationen är låg och kommer att förbli så den närmaste tiden har legat i Riksbankens prognoser tidigare. Den starka kronapprecieringen som följde efter att svallvågorna efter Lehmankraschen ebbade ut är en viktig förklaring. Låga enhetsarbetskostnader är en annan, men här sker nu en vändning. Kronan förväntas

visserligen stärkas en del men det handlar inte om stora effekter. Wickman-Parak menade att inflationen i närtid får väl stort fokus i den penningpolitiska debatten.

Wickman-Parak sa vidare att när man tittar tillbaka på penningpolitiken det senaste året så har den varit följsam med konjunkturförloppet. När till exempel osäkerheten i omvärlden ökade och indikatorer även i Sverige började visa på försvagning behölls räntan oförändrad trots att utfallsdata fortfarande var starka. När så inbromsningen blev mer entydig sänktes den. Det här är, menade Wickman-Parak, ett bra förhållningssätt. Det gäller att successivt revidera prognoserna allt eftersom ny information inkommer, att ha lite "is i magen" när det allmänna stämningläget snabbt slår om och att inte läsa in för mycket i enskilda siffror. Riksbankens nuvarande prognos följer den här ansatsen väl. Detta förhållningssätt, liksom medvetenheten om att bilden av den ekonomiska verkligheten i efterhand kan visa sig vara felaktig, är faktorer som Wickman-Parak sa att hon tar hänsyn till när hon fattar sina räntebeslut. Hennes syn är därför att förändringar i penningpolitiken ska genomföras gradvis, vilket minimerar riskerna för att få mycket fel.

Det är inte svårt att föreställa sig att återhämtningen blir trögare än vad prognosen förutser. Men det kan också tänkas att det blir tvärtom. I båda fallen måste givetvis prognoserna och räntepolitiken anpassas därefter. Men som utvecklingen varit sedan i februari ser Wickman-Parak inte något sådant behov nu. Skulle krisen i Europa eskalera och det skulle bli ett allvarligt avbräck i konjunkturen ställs alla prognoser på ända. Wickman-Parak avslutade med att konstatera att Riksbanken i ett sådant fall har beredskap att agera, vilket tydligt illustrerades under perioden med de kraftiga räntesänkningarna från 2008 och framåt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att han delar bedömningen av den svenska ekonomin som beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppföljning och att han står bakom förslaget om att lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent samt att lämna reporäntebanan oförändrad.

BNP föll under fjärde kvartalet förra året och det var framför allt på grund av fallande export. Indikatorer tyder på att BNP-tillväxten blir högre framöver men att tillväxten under 2012 som helhet blir relativt svag. Konjunkturinstitutets barometerindikator har vänt brant uppåt och tyder på att den svenska ekonomin har det största fallet i tillväxt bakom sig. Indikatorer tyder på att exporten återigen stiger men en svag omvärld innebär att uppgången blir ganska begränsad. Även den inhemska efterfrågan bedöms bli svag i närtid. Hushållen har visserligen blivit något mer optimistiska men en försämrad arbetsmarknad bidrar också till att hushållen är mer försiktiga än normalt. Den svaga bostadsmarknaden håller tillbaka bostadsinvesteringarna den närmaste tiden. Investeringsenkäten tyder emellertid på att företagen i övriga näringslivet kommer att öka sina investeringar något i år. Konjunkturbilden är därmed, enligt Ingves, spretig och det är svårt att se vart ekonomin är på väg.

I takt med att oron för den europeiska skuldkrisen klingar av gör Ingves bedömningen att hushåll och företag i såväl Sverige som i omvärlden kommer att bli allt mer optimistiska. Det bidrar till en gradvis stigande BNP-tillväxt under de kommande åren.

Resursutnyttjandet i Sverige bedöms bli lägre än normalt i år och nästa år för att åter bli normalt under senare delen av prognosperioden. Vidare är inflationen låg mätt både med KPI och KPIF. Låga ökning av arbetskostnaderna och en starkare krona har bland annat bidragit till detta. Om vi ser framåt så kommer KPI-inflationen falla det närmaste året på grund av att Riksbankens reporäntesänkningar på senare tid direkt slår igenom i KPI. Därefter stiger inflationen och stabiliseras strax under 3 procent från och med i början av 2014. KPIF-inflationen stiger gradvis de kommande åren för att stabiliseras kring inflationsmålet från och med slutet av 2013.

För att resursutnyttjandet åter ska bli normalt och inflationen återgå till målet så krävs enligt Ingves att reporäntan börjar höjas gradvis framöver till kring 3 procent i början av 2015. Den svenska ekonomin har ett bra utgångsläge med starka offentliga finanser, ett stort bytesbalansöverskott och måttliga löneökningar. Det finns därför inte samma behov av lika låga räntor som i till exempel USA och i euroområdet där utgångsläget är sämre. Vi förefaller att ha ungefär samma läge som tidigare där Sverige ligger mellan, exempelvis Sydeuropa, som har behov av en låg ränta, och flera stora snabbväxande länder, som har behov av en betydligt högre ränta än den svenska.

Ingves betonade vidare att osäkerheten är fortsatt stor och att det som alltid finns risker kring huvudscenariot. Förnyad oro för de statsfinansiella problemen i Europa kan fördröja återhämtningen i omvärlden. Reporäntebanan skulle då behöva vara lägre än i huvudscenariot. En snabbare återhämtning i omvärlden eller i Sverige alternativt om de svenska hushållens skuldsättning skulle börja stiga igen skulle däremot kunna motivera en högre reporäntebana. Mot den här bakgrunden ser Ingves inget behov av penningpolitisk finkalibrering och det är mest lämpligt att låta reporäntan vara oförändrad.

af Jochnick och Jansson berörde i sina inlägg hushållens skuldsättning. Ingves menade att en alltför snabb ökning av hushållens skulder kan vara ett problem på sikt. Om skuldbördan blir ohållbar kan det ske en abrupt anpassning av hushållens balansräkningar som ger upphov till låg tillväxt. I IMF:s senaste *World Economic Outlook*<sup>14</sup> framgår att recessioner som har föregåtts av en snabb ökning i skuldsättningen tenderar att vara såväl djupare som mer långvariga än recessioner som haft en mer normal skuldutveckling. Även om en sådan slutsats inte riktigt passar in i den kortsiktiga konjunkturanalysen är det risker analysen inte kan bortse ifrån. Det är därför viktigt att även väga in skuldutvecklingen hos såväl hushåll som företag vid utformningen av

---

<sup>14</sup> IMF (2012), Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows, *World Economic Outlook*, April 2012.

penningpolitiken. Det är särskilt viktigt, menade Ingves, i ett läge när Sverige ännu inte har gjort klart hur frågor om makrotillsyn ska hanteras samtidigt som det behövs nya regler för hantering av likviditet i bankerna, kapitaltäckning och riskvikter för utlåning till bostäder. Därtill bör det övervägas om det utöver lånetaket också bör införas amorteringskrav på bolån.

Det finns idag en diskussion om räntemarginalerna på rörliga bolån och i vilken utsträckning dessa spelar roll för penningpolitiken. Ingves menade att ändringar i denna räntemarginal har relativt små effekter på tillväxt och inflation och därmed även på penningpolitiken. Det som spelar större roll för penningpolitiken är den allmänna räntenivån som inkluderar många olika räntor till såväl hushåll som företag. Givet alla andra bedömningar som görs i prognosen är effekterna från ändrade räntemarginaler på de rörliga bolånen av mindre betydelse för såväl prognoserna som för penningpolitiken.

Ingves kommenterade avslutningsvis Svenssons tidigare inlägg om principiella frågor. Ingves betonade att 2011 års penningpolitik finns beskriven i Riksbankens rapport "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2011". I samband med att underlaget togs fram har flera av de frågor som Svensson nu lyfte fram på det penningpolitiska mötet diskuterats. Ingves menade därför att det inte fanns anledning att återigen fördjupa sig i dessa frågor. Han avslutade dock med att kommentera användandet av storleken på medelkvadratgapet som en vägledning för det penningpolitiska beslutet. Majoritetsuppfattningen i direktionen är att ett sådant mått inte är önskvärt eftersom det snävar in diskussionen om den penningpolitiska avvägningen för mycket.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** hänvisade sedan till Jansson och Ingves diskussioner om hushållens skuldsättning. Ingves hänvisade i sitt inlägg till kapitlet om skuldsättning i ett antal länder i IMF:s World Economic Outlook. Svensson hävdade att analysen i kapitlet är något ytlig – det finns inte någon analys om skälen till skuldökningen och skillnader mellan de olika länderna. Huruvida skuldsättningen är ett problem eller inte i ett visst land beror på ett antal faktorer som inte diskuteras i kapitlet, ansåg Svensson. Det finns exempelvis ingen diskussion av skuldnivåns hållbarhet och av den sammantagna ekonomiska och finansiella situationen för hushållen. Det finns heller ingen diskussion om skälen till skuldökningen. Till exempel diskuteras det inte om den, som nu i Sverige, beror på prisökningar av tillgångar och bostäder baserade på fundamenta där kvaliteten i kreditprovning och hushållens betalningsförmåga behållits samtidigt som det inte finns några tecken på en ohållbar boom i ekonomin eller bostadssektorn.

Svensson poängterade att det är hans bestämda uppfattning att man definitivt inte ska använda penningpolitiken för att i Sverige försöka styra bostadspriser och bolånetillväxt. Han menar att det finns betydande stöd för den uppfattningen.

Finansinspektionens rapport från mars i år om den svenska bolånemarknaden, som af Jochnick tidigare hänvisade till, ger sådant stöd framhöll Svensson.<sup>15</sup> Där konstateras att läget är ännu mer stabilt än för två år sedan, när den förra rapporten kom i februari 2010, och redan då var läget tämligen stabilt. Belåningsgraden för nya lån har minskat, betalningsförmågan hos låntagarna är mycket god, kreditprövningen är noggrann, lånekraven har skärpts, låntagarna klarar stränga stresstest, och bolånetaket är av allt att döma ett effektivt instrument. Svensson menade att rapporten sammantaget visar att bolånen inte utgör något hot mot den finansiella stabiliteten.

En studie av Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011) i Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden ger också sådant stöd.<sup>16</sup> Studien visar att det inte finns några tecken på en bostadsbubbla. Uppgången i bostadspriserna sedan mitten av 1990-talet förklaras av ökad disponibel inkomst, lägre reala bolåneräntor och ökad preferens för bostadskonsumtion. Den visar också att penningpolitiken har små effekter på bostadspriserna och att använda styrräntan för att påverka bostadspriserna (och därmed bolånetillväxten) har stora realekonomiska kostnader. Att med penningpolitiken hindra uppgången i bostadspriserna hade blivit mycket kostsamt i termer av både produktion och inflation. Att hålla bostadspriserna på en långsiktig trend från 2004–2010 skulle ha krävt räntehöjningar under flera år med upp till 5 procentenheter under både 2006 och 2007 samt lett till en BNP-tillväxt som i genomsnitt var nästan 2 procentenheter lägre fram till 2010. Detta motsvarar en ackumulerad BNP-förlust på cirka 12 procent. KPIF-inflationen skulle i genomsnitt blivit 3 procentenheter lägre under samma period.

Att använda penningpolitiken för att påverka bostadspriserna och hålla dem på sin trend kräver således ett gravt åsidosättande av både prisstabilitetsmålet och syftet att uppnå hög sysselsättning, framhöll Svensson. Studien bekräftar också för Sverige vad flera andra internationella studier kommit fram till.<sup>17</sup> Penningpolitiken ska inte användas för att påverka utvecklingen av bostadspriser (och därmed bolån). Svensson framhöll att det finns mycket bättre instrument, till exempel bolånetak, om man vill påverka bostadspriser och bolån.

Studien visar också att de makroekonomiska effekterna av ett husprisfall på 20 procent blir tämligen små och går att motverka med en mer expansiv penningpolitik. Detta visas i mer detalj i protokollet från det penningpolitiska mötet i juli 2010, där Svensson visade simuleringar av hur expansiv penningpolitik kan stabilisera KPIF-inflationen och BNP-tillväxten efter ett sådant husprisfall.

---

<sup>15</sup> Finansinspektionen (2012), *Den svenska bolånemarknaden*, Rapport 13 mars 2012.

<sup>16</sup> Claussen, Carl Andreas, Jonsson, Magnus och Lagerwall, Björn (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, April 2011, s. 67–95.

<sup>17</sup> Se till exempel Assenmacher-Wesche, Katrin, and Stefan Gerlach (2010), "Monetary policy and financial imbalances: Facts and fiction", *Economic Policy*, July 2010, 439–482.



Beträffande Janssons kommentar om den långsiktigt lutande Phillipskurvan för Sverige så framhöll Svensson att det enda han hittills gjort är att etablera fakta. Att KPI-inflationen i genomsnitt har understigit inflationsmålet och inflationsförväntningarna enligt Prospera med 0,6 procentenheter under de senaste 16 åren verkar enligt data och Svenssons beräkningar ha medfört att arbetslösheten blivit i genomsnitt 0,8 procentenheter högre under samma tid. Svensson betonade vidare att han inte har sagt något om orsakerna till att KPI-inflationen blivit så låg och att inflationsförväntningarna enligt Prospera ändå förankrats till inflationsmålet. Detta ger upphov till intressanta och viktiga frågor som Svensson ansåg bör utredas. Kan beslutsfattare i Riksbanken ha sett inflationsmålet som ett tak snarare än en mittpunkt? Har man helt enkelt inte brytt sig om vad som hänt med arbetslösheten? Kan det ha varit så att den låga inflationen förklaras av överraskande negativa så kallade "cost push"-chocker (kostnadschocker för givet arbetslöshetsgap)? Svensson ifrågasatte dock om det var rimligt att sådana chocker kunde ha överraskat negativt i hela 16 år. Man kan också notera att inflationen i genomsnitt hamnat mycket närmare målet i andra länder med inflationsmål, som i Kanada och Storbritannien. Avslutningsvis upprepade Svensson att detta väcker viktiga frågor som bör undersökas noggrant eftersom implikationerna av dessa fakta kan vara så vittgående.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade två tidigare inlägg. För det första hänvisade hon till Svenssons inlägg om att den genomsnittliga inflationen i genomsnitt har hamnat under målet. Ekholm sa att hon håller med Jansson om att det framstår som konstigt att tänka sig att Riksbanken systematiskt har valt att avvika från ett mål som man själv formulerat. Ekholm noterade dock att det kan finnas tendenser i hur själva beslutsfattandet går till som har lett till ett sådant utfall. Så länge som hon har suttit i direktionen har det funnits en tendens att nöja sig med att endast komma tillbaka till målet mot slutet av prognosperioden i situationer då inflationen hamnat under målet. Hon poängterade dock att hon inte vet hur detta har sett ut längre tillbaka i tiden. Men om det är så att de chocker som ekonomin utsatts för huvudsakligen har tenderat att trycka ned inflationen (till exempel i form av negativa "cost push"-chocker som Svensson refererade till) och beslutsfattandet har gått till på det sättet som hon beskrivit menade Ekholm att det kan ha lett till en bias mot att hamna under inflationsmålet. Ekholm lyfte fram att detta är något som hon själv lagt viss vikt vid när hon förordade en mer rejäl räntesänkning för att få upp inflationen lite snabbare mot målet.

För det andra hänvisade Ekholm till Ingves inlägg om man inte bör ägna sig åt finkalibrering i penningpolitiken, eftersom hon menade att hennes resonemang om vilken prognos som kan vara lämplig för reporäntan tre år fram i tiden är ett uppenbart exempel på sådan finkalibrering. Ekholm klargjorde att det för henne är viktigt att göra så gott man kan för att åstadkomma en god måluppfyllelse, det vill säga att förorda den penningpolitik som förknippas med den bästa möjliga prognosen för inflation och resursutnyttjande. Att förorda någon annan penningpolitik kan bara vara motiverat om

man anser att den politik som medför den bästa möjliga prognosen för inflation och resursutnyttjande får några andra konsekvenser som man vill undvika. Ekholm ansåg dock att om det senare är skälet till att man vill ha en annan penningpolitik så borde det anges explicit. Ekholm hänvisade till att Ingves i detta sammanhang tagit upp att det än så länge inte finns regler på plats för makrotillsyn i Sverige och att direktionen därför behöver beakta faktorer som har betydelse för den finansiella stabiliteten när de penningpolitiska besluten fattas. Ekholm sa att det låter som en rimlig ståndpunkt, men hon framhöll att det bara är Riksbanken som har ansvar för den politik som syftar till ren konjunkturstabilisering. Ansvaret för att upprätthålla finansiell stabilitet delar Riksbanken däremot med andra instanser. Att enbart Riksbanken har ansvaret för konjunkturstabiliseringen är särskilt tydligt nu när det verkar som om den diskretionära finanspolitiken om något blir procyklisk snarare än kontracyklisk. Ekholm ansåg att det är viktigt att penningpolitiken inriktas på de traditionella målen om att stabilisera inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en långsiktigt hållbar nivå eftersom ingen annan instans verkar för att uppfylla dessa mål.

Vice riksbankschef **Per Jansson** hänvisade till diskussionen om hushållens skuldsättning och utformningen av penningpolitiken. Han förtydligade att hans nuvarande bedömning av lämplig penningpolitik inte direkt relaterade till utvecklingen av hushållens skuldsättning. Han betonade att detta var en aspekt som endast spelade roll på marginalen för hans beslut, en positiv biprodukt om man så vill.

På det generella planet menade Jansson att penningpolitikens roll när det gäller skuldsättning och andra faktorer som kan tänkas påverka den finansiella stabiliteten är situationsberoende. Om till exempel makrotillsynen fungerar väldigt väl och är mycket effektiv så är det troligt att penningpolitiken kan spela en mer passiv roll i sammanhanget. Men om istället makrotillsynen fungerar dåligt och är ineffektiv är det troligt att penningpolitiken måste ta ett större ansvar.

Jansson sa att han har svårt att tro att det framöver blir så att penningpolitiken inte spelar någon roll alls i detta sammanhang. Avslutningsvis lyfte Jansson fram att synsättet att penningpolitiken ibland bör ta hänsyn till olika aspekter som kan påverka den finansiella stabiliteten är helt i linje med den tankesammanhang som Michael Woodford förordar i en artikel i Riksbankens tidskrift *Penning- och valutapolitik*.<sup>18</sup>

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** kommenterade, apropå diskussionen om finansiell stabilitet och penningpolitik, att ingen väl kan förneka att räntan spelar roll för efterfrågan på krediter. Så småningom kommer det att finnas makrotillsynsverktyg på plats och Wickman-Parak menade att vilken "mix" man ska ha mellan ränta och dessa verktyg kommer att vara situationsberoende.

---

<sup>18</sup> Woodford, Michael (2012), Inflation Targeting and Financial Stability. *Penning- och valutapolitik* 2012:1, s. 7-32.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** framhöll, apropå Ingves och Jansson inlägg om makrotillsyn, att Sverige redan i nuläget har instrument som påverkar "leverage" (hävstångseffekten) och belåningsgrad i den finansiella sektorn och för hushållen som är mycket bättre än styrräntan. Bankernas leverage påverkas direkt av kapitalkraven, som ju nyligen skärpts. Skulle det behövas kan de skärpas mer. Bolåntagarnas belåningsgrad påverkas direkt av bolånetaket, som enligt Finansinspektionens bolånerapport ju varit tämligen effektivt. Om det skulle behövas kan bolånetaket sänkas ytterligare. Någon brist på bättre instrument än styrräntan är det inte menade Svensson.

Apropå att Jansson nämnde Michael Woodfords artikel i Penning- och valutapolitik framhöll Svensson att Woodford antar att det saknas instrument som direkt påverkar leverage. Om man istället antar att det, som i verkligheten i Sverige, finns instrument som direkt påverkar leverage, så kan penningpolitiken och makrotillsynen utan problem bedrivas oberoende. Detta visas i Svenssons egen kommentar i Penning- och valutapolitik till Woodfords artikel.<sup>19</sup>

Vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** förtydligade att hennes tidigare kommentar om hushållens skuldsättning inte i första hand var ett argument för det penningpolitiska beslutet. Hon poängterade dock att det är viktigt att bedömningen av lämplig penningpolitik också inkluderar eventuell uppbyggnad av obalanser som en effekt av långvarigt låga räntor. En högt skuldsatt hushållssektor kommer till exempel vid ett högre ränteläge att ha mindre utrymme för konsumtion. Detta får i sin tur effekt på den inhemska efterfrågan. Frågan om makroekonomiska obalanser bör analyseras och hör naturligt hemma i det som kallas makrotillsyn. I avvaktan på en tydligare ansvarsfördelning vad gäller makrotillsynen och verktyg för denna är det naturligt att Riksbanken för en diskussion i dessa frågor.

Ordförande, riksbankschef **Stefan Ingves**, konstaterade slutligen att det råder enighet om att tillväxten i Sverige blir svag i år för att därefter förbättras. Det finns däremot olika uppfattningar om hur expansiv den svenska penningpolitiken behöver vara för att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet. Två ledamöter förespråkar, på liknande grunder, att reporäntan sänks med 0,5 procentenheter och en lägre räntebana än i den senaste penningpolitiska rapporten. Majoriteten ställer sig emellertid bakom den föreslagna räntebanan och att reporäntan lämnas oförändrad på 1,5 procent.

## §4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

---

<sup>19</sup> Svensson, Lars E.O. (2012), Comment on Michael Woodford, "Inflation Targeting and Financial Stability". *Penning- och valutapolitik* 2012:1, s. 33-39.

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen onsdagen den 18 april 2012 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 25 april 2012,
- att onsdagen den 18 april 2012 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 2 maj 2012 kl. 9.30.

Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E. O. Svensson reserverade sig mot beslutet om oförändrad reporänta och mot räntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. De förordade båda en sänkning av reporäntan till 1,0 procent och en lägre räntebana än den i den penningpolitiska uppföljningen.

Karolina Ekholm förordade en bana som fortsätter att ligga på 1 procent till tredje kvartalet 2013 och sedan stiger till 2,25 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att en räntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre 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 uppföljningens prognoser för utländska styrräntor längre fram och euroområdet tillväxt är för höga och att hans räntebana ger en prognos för KPIF-inflationen som är närmare inflationsmålet och en prognos för arbetslösheten som är närmare en hållbar nivå och därför utgör en bättre avvägd penningpolitik.

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