

Penningpolitiskt protokoll

SEPTEMBER 2012

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 5 september beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent och justera ned räntebanan.

Direktionen har länge varit överens om att inflationstrycket är lågt och att reporäntan behöver vara låg för att understödja konjunkturen och för att inflationen ska nå målet på 2 procent. Därför har reporäntan och räntebanan sänkts det senaste året. Det har dock funnits skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

Vid mötet den 5 september konstaterades att kostnadstrycket nu bedöms bli lägre och leda till en lägre inflation än vid bedömningen i juli. Direktionen var enig om att räntan därmed behöver sänkas ytterligare för att motverka den låga inflationen och understödja konjunkturutvecklingen. Det fanns dock även denna gång skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

Fem ledamöter ansåg att det är lämpligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. En ledamot ville sänka reporäntan med 0,5 procentenheter. Alla ledamöter ansåg det lämpligt att justera ned räntebanan. En majoritet, fyra av ledamöterna, ansåg att en mindre nedjustering är lämplig. De ansåg att KPIF-inflationen på så sätt når 2 procent inom 2 år och resursutnyttjandet normaliseras. Två ledamöter ansåg emellertid att det fanns utrymme för en ännu lägre reporäntebana och bedömde att en sådan skulle leda till en inflation närmare 2 procent och en arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå.

En fråga för ledamöterna var, liksom vid mötet i juli, att väga den svaga och framförallt osäkra utvecklingen i euroområdet mot den relativt starka ekonomiska utvecklingen i Sverige. Alla ledamöter ansåg att läget i euroområdet är fortsatt osäkert och att konjunkturbedgången där blir utdragen.

Ledamöterna var eniga om att den svenska BNP-tillväxten nu bromsar in efter en stark tillväxt hittills i år och att den starka utfallet inte väntas bli inflationsdrivande. Det rådde också enighet om att den faktiska arbetslösheten nu är högre än den långsiktigt hållbara arbetslösheten, även om det finns olika bedömningar av nivån på denna. Det fanns även olika bedömningar av vad penningpolitiken i dagsläget kan åstadkomma vad gäller utvecklingen av arbetslösheten.

Flera ledamöter berörde den senaste tidens utveckling av kronan och konstaterade att den tidigare prognostiserade förstärkningen skett snabbare än väntat. Några ledamöter diskuterade också hushållens höga skuldkvot och de sårbarheter den kan skapa för ekonomin, något som dessa ledamöter ansåg även fortsättningsvis kräver stor uppmärksamhet.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2012-09-05

MÖTESTID: 9:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Karolina Ekholm
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Barbro Wickman-Parak
Lars E.O. Svensson

Johan Gernandt, fullmäktiges ordförande
Sven-Erik Österberg, fullmäktiges vice ordförande

Sigvard Ahlzén
Björn Andersson
Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Hans Dillén
Charlotta Edler
Eric Frieberg
Johannes Forss Sandahl (§1)
Kerstin Hallsten
Mia Holmfeldt (§1)
Ann-Christine Högberg
Jesper Johansson
Anna Lidberg (§1)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Mattias Persson (§1)
Lena Strömberg
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti
Anders Vredin

Den antecknades att Björn Andersson och Hans Dillén 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 banksektorn och den statsfinansiella situationen i länder inom euroområdet.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i början av juli har kronan stärkts i handelsvägda termer – som mest har kronförstärkningen varit cirka 5 procent. Den senaste veckan har kronan försvagats något i takt med att svagare svenska makroindikatorer publicerats. Kronan är idag cirka 3 procent starkare än i början av juli. Enligt marknadsprissättningen har förväntningarna om en sänkning av reporäntan vid dagens möte ökat den senaste veckan till nästan 50 procent. De penningpolitiska förväntningarna enligt Prosperas enkät är ungefär i linje med den föreslagna reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Vad gäller de penningpolitiska förväntningarna i omvärlden speglar de svagare konjunkturutsikter, särskilt i Europa, och att höjningar av styrräntorna påbörjas senare än tidigare förväntat.

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 21, 28, 29 och 31 augusti.

Liksom vid föregående penningpolitiska möte är läget i euroområdet fortfarande skört och indikatorer pekar mot en fortsatt svag ekonomisk utveckling och fallande BNP i år. Tillväxten i världsekonomin som helhet ser dock ut att bli hygglig framöver. Sedan början av juli har den svenska kronan stärkts oväntat snabbt. Kronkursen har försvagats de senaste dagarna men den är i linje med prognosen i förslaget till penningpolitisk uppföljning. Det svenska BNP-utfallet för andra kvartalet var betydligt starkare än väntat. Indikatorer, framförallt för utvecklingen i industrin, talar dock för en inbromsning tredje kvartalet. Trots att svensk ekonomi alltså stått emot konjunkturförsvagningen i euroområdet bra hittills väntas nu den svenska BNP-tillväxten bromsa in och arbetsmarknaden försämrats något. Produktiviteten har varit överraskande stark vilket, tillsammans med den snabba förstärkningen av kronan, bidrar till att inflationstrycket nu väntas bli lägre än vid bedömningen i juli. En svag ekonomisk utveckling det närmaste året och ett lägre inflationstryck motiverar en lägre räntebana.

§2. Diskussion om den ekonomiska utvecklingen

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att konstatera att läget i euroområdet, i Storbritannien och i USA är fortsatt tämligen dystert. De negativa effekterna på tillväxten av de finanspolitiska åtstramningarna i euroområdet har blivit

större än man trodde från början. Möjligheterna att lösa eurokrisen på ett tillfredsställande sätt ter sig fortfarande avlägsna, menade Svensson. Hans prognos för omvärlden och svensk export är mer pessimistisk än i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Det gäller även om man inte väger in scenarier med katastrofala utfall i prognosen.

Svensson menade att risken för katastrofala utfall dock i sig är ett separat argument för en ännu mer expansiv penningpolitik i detta utgångsläge med obalans, där han med obalans menade för låg inflation och för hög arbetslöshet. En särskilt expansiv penningpolitik skulle få ekonomin snabbare tillbaka till balans, med inflationen nära målet och arbetslösheten nära en långsiktigt hållbar nivå. Om ekonomin är i balans har den nämligen större motståndskraft mot störningar än i nuvarande svagare tillstånd.

Liksom vid tidigare möten ansåg också Svensson att prognosen för utländska styrräntor i utkastet till penningpolitisk uppföljning ligger för högt (se bild 1). Den gula kurvan visar prognosen för utländska styrräntor utdragen fem år framåt. Den streckade böjen uppåt på kurvan visar det tekniska antagande som används i modellen Ramses om hur räntan utvecklas bortom prognoshorisonen. Den grå kurvan visar terminsräntor – streckade efter treårshorisonen för att markera att skattningen är mer osäker där. Längre fram ligger prognosen (den gula kurvan) betydligt över terminsräntorna (den grå kurvan), särskilt när det tekniska antagandet läggs på. Det bidrar allt annat lika till en högre reporäntebana. Som Svensson betonat vid tidigare penningpolitiska möten ser han inga goda skäl till detta.

Vidare framhöll Svensson att räntebanan i huvudscenariot inte uppfattas som trovärdig av marknadsaktörerna (jämför den röda och blå kurvan i bild 1). Svenska terminsräntor (den blå kurvan) ligger mycket lägre än räntebanan (den röda kurvan). Den stora skillnaden kan omöjligt förklaras av riskpremier, menade Svensson. De låga terminsräntorna innebär att de faktiska finansiella förhållandena är betydligt mer expansiva än Riksbankens räntebana indikerar. Det ansåg Svensson i och för sig vara bra, eftersom ekonomin behöver mer stimulans i detta läge. Han tillade att de svenska erfarenheterna med publicerad räntebana och dess varierande trovärdighet för övrigt får stort utrymme i en uppsats av Michael Woodford som presenterades på årets Jackson Hole-möte.¹

Svensson gick sedan vidare och diskuterade avkastningskurvorna (se bild 2). Den blå kurvan visar avkastningskurvan för svenska statspapper med upp till 5 års löptid. Den grå kurvan visar avkastningskurvan för TCW-viktade utländska statspapper. Avståndet mellan den blå och grå kurvan visar ränteskillnaden mellan svenska och utländska statspappersräntor för olika löptider. En jämförelse visar att den kortaste svenska räntan är 1,5 procent, medan den kortaste utländska räntan är cirka 0,25 procent. Skillnaden är

¹ Woodford, Michael (2012), Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound. Tillgänglig via <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/mw.pdf?sm=jh083112-4>

alltså cirka 1,25 procentenheter. För längre löptider är ränteskillnaden lite mindre, men den är fortfarande stor, cirka 0,75 procentenheter ett par år framåt.

Svensson anförde att ränteskillnaden gör att det blir attraktivt för utländska aktörer att investera i kronor, så kallad "carry trade", när man lånar i utländsk valuta och investerar i svensk och tjänar på räntedifferensen. Det leder till ett kapitalflöde och en tendens till appreciering av kronan. Om kronan apprecierar tjänar man ännu mer. Med stor räntedifferens till omvärlden är det således naturligt att kronan följer en starkare bana. Svensson konstaterade att det är precis vad som hänt på senare tid. Kronan bör så småningom bli så stark att den förväntas depreciera i en takt som ungefär motsvarar ränteskillnaden. En starkare krona sänker inflationen och försvårar för exporten. Det är inte förvånande att detta hänt, menade Svensson, utan det som är förvånande är snarast att det inte hänt tidigare, eftersom den svenska reporäntan varit betydligt högre än omvärldens ränta sedan hösten 2010. Det är den vanliga växelkurskanalen i transmissionsmekanismen som nu verkar.

Svensson tog också upp vad som skulle hända om räntebanan skulle bli trovärdig, det vill säga om marknadsförväntningarna skulle skifta upp och komma i linje med räntebanan. Då skulle den faktiska avkastningskurvan (den blå kurvan) skifta upp till räntebanan (den röda kurvan). Det betyder att en femårig svensk statspappersränta skulle öka med omkring 1,8 procentenheter. Svensson anförde att detta skulle vara en mycket stor negativ chock för den svenska ekonomin. Han hävdade att detta hypotetiska fall också kan sägas illustrera hur orealistisk Riksbankens höga räntebana är.

Svensson fortsatte sedan med att konstatera att utgångsläget för den svenska ekonomin mer allmänt inte är bra, med låg inflation under målet och hög arbetslöshet långt över en rimlig skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Inflationen ligger ungefär 1 procentenhet under målet. Arbetslösheten är ungefär 7,5 procent. Med en långsiktigt hållbar arbetslöshet på 5,5 procent är således arbetslöshetsgapet 2 procentenheter. Med för närvarande cirka 5 miljoner personer i arbetskraften motsvarar detta ungefär 100 000 arbetslösa.

Svensson menade att man kan fråga sig varför han antar en långsiktigt hållbar arbetslöshet på 5,5 procent. Han hänvisade till ett appendix till protokollet från det penningpolitiska mötet i juli där han för fram skäl till varför Riksbankens nya uppskattning av intervallet för den långsiktigt hållbara arbetslösheten har en mittpunkt, 6,25 procent, som ligger cirka 0,75 procentenheter för högt. Skälet menar Svensson är att den genomsnittliga inflationen varit lägre än målet medan de genomsnittliga inflationsförväntningarna varit på målet de senaste 15 åren.

Svensson påtalade att läget framöver snarare ser sämre ut än i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen och hänvisade till Konjunkturinstitutets senaste Konjunkturbedömning (augusti 2012). Trots att Konjunkturinstitutet utgår från en

betydligt lägre räntebana än i den penningpolitiska uppföljningen bedömer man att KPIF-prognosen ligger betydligt under inflationsmålet de närmaste åren och att arbetslösheten ökar upp till 8 procent mot slutet av 2013.

Svensson tog sedan upp att det under senare tid har varit en hel del diskussion om hur mycket för hög den genomsnittliga arbetslösheten blivit under de senaste 15 åren på grund av att KPI-inflationen blivit hela 0,6 procentenheter lägre än målet under samma period. Enligt Svenssons preliminära skattningar som redovisas i en uppsats har den genomsnittliga arbetslösheten blivit ungefär 0,8 procentenheter för hög.² Det genomsnittliga antalet personer i arbetskraften under de senaste 15 åren är cirka 4,7 miljoner. 0,8 procent av 4,7 miljoner är cirka 38 000. Det är onekligen mycket, menade Svensson, men han påpekade också att detta är preliminära och ungefärliga skattningar, som han arbetar vidare på, och som kan bli något reviderade framöver.

Svensson betonade vikten i att inse att konsekvenserna av den för låga inflationen, nämligen den onödigt höga arbetslösheten, är desamma oavsett vilka skälen är till att inflationen blivit för låg. Bland de möjliga skäl för målavvikelsen som nämnts, till exempel i IMF:s artikel IV-rapport, finns att Riksbanken i praktiken kan ha haft ett asymmetriskt mål och till exempel betraktat inflationsmålet som ett tak snarare än en mittpunkt och/eller att Riksbanken kan ha systematiskt överskattat inflationstrycket.³ Det senare, menade Svensson, skulle kunna vara på grund av att Riksbanken överskattat den långsiktigt hållbara arbetslösheten (ett slags omvänt Orphanides-argument), att Riksbanken missat en negativ trend i bolåneräntorna, att Riksbanken underskattat produktivitetstillväxten, eller att Riksbanken överskattat den importerade inflationen.⁴ Men oavsett skälen kvarstår att om den genomsnittliga inflationen blivit lägre än målet har den genomsnittliga arbetslösheten blivit högre, jämfört med om den genomsnittliga inflationen med mer expansiv penningpolitik legat på målet.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att konstatera att det i och för sig är intressant och viktigt att diskutera måluppfyllelsen men att det viktiga här och nu är dagens räntebeslut.

När det gäller den internationella bilden anförde Wickman-Parak att det inte fanns så mycket att orda om eftersom ingen avgörande förändring inträffat sedan juli. USA-ekonomin utvecklas i linje med Riksbankens tidigare prognos. Hon menade dock att en stor osäkerhet hänger samman med risken för att stora åtstramningar automatiskt utlöses vid årsskiftet om man inte kommer överens om budgetpolitiken. Det här kan bli ett större

² Svensson, Lars E.O. (2012), The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target. *Working paper*, Tillgänglig via www.larseosvensson.net.

³ IMF (2012), Sweden: Selected Issues, section III.D, Country Report No. 12/155. Tillgänglig via www.imf.org.

⁴ Athanasios Orphanides har i en artikel hävdad att inflationen på 70-talet blev för hög i USA därför centralbanken Federal Reserve underskattade den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Se Orphanides, Athanasios (2003), The quest for prosperity without inflation. *Journal of Monetary Economics* 50, s 633-663.

tema under hösten, noterade Wickman-Parak. Tillväxtländerna växer fortfarande i god takt även om styrfarten som väntat avtagit. Inte heller i Europa har någon avgörande förändring inträtt. Osäkerheten kring resultaten av olika pågående politiska processer består och det har inte funnits anledning att ändra prognoserna sedan juli.

Wickman-Parak menade att det som kan vara värt att nämna, och som har särskild bäring på svensk ekonomi, är den senaste tidens svaga statistik från Tyskland. Sveriges största handelspart har hittills klarat sig förhållandevis bra men den senaste tidens indikatorer visar att landet riskerar en mer uttalad inbromsning.

Än en gång har den svenska BNP-siffran överraskat uppåt, den här gången gäller det andra kvartalet. Wickman-Parak noterade att direktionen förefaller stå inför samma typ av avvägning som i juli; en stark svensk utveckling ska vägas mot en svag utveckling i Europa. Men, menade hon, så enkelt är det inte när man analyserar BNP-siffran närmare och kompletterar med de indikatorer som kommit sedan juli. Värt att notera är att den preliminära tillväxtsiffran för andra kvartalet är ett snabbbestimat som baseras på mer ofullständigt sifferunderlag än vanligt. Men man får som vanligt utgå från dessa preliminära siffror och tränga in bakom de olika komponenterna och se vilken vägledning därifrån som man kan få inför kommande kvartal.

Wickman-Parak anförde att det man då kan konstatera är att det skett en lageruppbyggnad som är större än väntat. Det finns all anledning att tro att detta inte fortsätter de närmaste kvartalen vilket också avspeglas i prognosen i den penningpolitiska uppföljningen; lagren bidrar negativt till tillväxten andra halvåret. Den andra komponenten som överraskade uppåt var exporten men här pekar indikatorerna unisont på en svag utveckling framöver. När det gäller förtroendeindikatorerna generellt är det betecknande att det är i industrin, som är mer exportberoende, som förtroendet vikit ner mer jämfört med det övriga näringslivet. Det enda utfall för tredje kvartalet som har inkommit är utrikeshandeln för augusti som visar att varuexporten föll något. För hennes egen del ansåg Wickman-Parak att de svagare indikatorerna för Tyskland också spelar in för de svagare exportutsikterna i närtid. Den starkare kronan spelar givetvis också roll i sammanhanget.

Arbetsmarknaden har i stort utvecklats i linje med prognoserna i juli. Nu liksom tidigare räknar Riksbanken med en viss ökning av arbetslösheten de närmaste kvartalen. Inflationssiffrorna har så här långt legat i linje med prognosen i juli. Kronförstärkningen, men också lägre ökning av arbetskostnader per producerad enhet, bidrar till att inflationsprognosen justerats ned jämfört med i juli. Wickman-Parak avsåg att återkomma till detta när penningpolitiken diskuteras. När det gäller den penningpolitiska uppföljningen i sin helhet ställde hon sig bakom den och de prognoser som där presenteras.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att konstatera att hon, liksom Wickman-Parak, inte anser att utsikterna för den internationella ekonomin har förändrats på något avgörande sätt sedan mötet i juli. Det ser fortfarande problematiskt ut i omvärlden. Euroområdet brottas fortfarande med både akuta problem när det gäller att finansiera budgetunderskott till rimliga räntor och hantera banker som inte klarar sig på egen hand och mer strukturella problem med bristande konkurrenskraft och allmänt svaga statsfinanser. Trots en del utspel under sommaren har det fortfarande inte kommit något tydligt besked från politiskt håll hur man tänker sig att dessa problem ska lösas, men det var heller inte förväntat, noterade Ekholm. Det är i linje med bilden vid förra mötet.

I USA fortsätter återhämtningen att vara trög, även om det finns lite positiva tecken när det gäller bostadsmarknaden. Tillväxten i flera stora tillväxtekonomier, som Kina, Indien och Brasilien, dämpas, även om den fortfarande ligger på hyggliga nivåer och till och med avundsvärt höga nivåer i flera länder.

När det gäller den inhemska utvecklingen kom förstås den starka BNP-siffran för andra kvartalet som en överraskning och Ekholm menade att den siffran inte är helt lätt att förhålla sig till. Utgångspunkten i prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning är att även svensk ekonomi bromsar in och att den höga tillväxten andra kvartalet inte medför ett högre resursutnyttjande än vad Riksbanken räknade med och därför inte heller ett högre inflationstryck. Det är antaganden som verkar rimliga och som Ekholm ställde sig bakom.

En annan faktor som påverkar inflationstrycket är kronkursens utveckling. Här har det skett en oväntat snabb förstärkning sedan i juli. Eftersom Riksbanken tidigare förväntat sig att kronan ska stärkas på sikt så är det rimligt att utgå ifrån att förstärkningen inte bara är övergående utan att kronan förblir på ungefär denna nivå under prognoshorisonten. Ekholm poängterade att det förstås inte hindrar att kronan kan komma att röra sig en hel del både uppåt och nedåt framöver, eftersom växelkursen normalt sett uppvisar en hög grad av variabilitet. Den snabba förstärkningen av kronan bidrar dock till att hålla nere inflationstrycket.

Med dessa antaganden angående vad som denna gång varit viktiga knäckfrågor så föreligger en prognos där inflationstrycket förblir lågt och arbetsmarknaden förhållandevis svag. Ekholm meddelade att hon ställer sig bakom denna prognos när det gäller dess utgångspunkter, även om hon har vissa invändningar mot den reporäntebana som prognosen utgår ifrån.

För reporäntebanan spelar prognosen för utländska styrräntor stor roll, vilket direktionen diskuterat vid ett antal penningpolitiska möten och som Svensson varit inne på. Som visas i hans bild (se bild 1) så ligger Riksbankens prognos nära marknadsförväntningarna mätta med implicita terminsräntor under merparten av prognoshorisonten, men avviker liksom

vid de senaste mötena mot slutet av prognosperioden genom att vara avsevärt högre. Liksom tidigare var Ekholm skeptisk till denna avvikelse, men hon tyckte inte att det i sig motiverar ett avståndstagande från prognosen i stort. Ekholm menade att det dock har viss betydelse för hennes ställningstagande när det gäller vad hon anser är en lämplig reporäntebana, något hon återkommer till.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** konstaterade att hon i stort delar bedömningen av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige såsom den redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Under den senaste månaden har det blivit än mer tydligt att utvecklingen i Europa och framförallt euroområdet har stor betydelse för den globala utvecklingen och för tillväxten i Sverige. Även om tillväxten i Sverige blev oväntat stark under första halvåret trodde af Jochnick att utvecklingen framöver blir sämre under en tid. Många av de indikatorer Riksbanken följer rör sig just nu mest i sidled. Förutom en utdragen oro för fortsatt svag tillväxt i euroområdet så är det uppenbart att den europeiska utvecklingen påverkar tillväxten i omvärlden negativt.

Vad gäller utvecklingen i euroområdet står mycket på spel under hösten, noterade af Jochnick. Generellt råder det fortsatt osäkerhet om hur man ska komma till rätta med höga offentliga skulder, problem i banksektorn och svag konkurrenskraft. En rad konkreta frågor väntar på att få sin lösning. Exempel är de statsfinansiella problemen i Spanien och storleken på kapitaltillskotten till spanska banker, utformningen av europeisk banktillsyn som förutsättning för utbetalning av stöd direkt till spanska banker och Greklands förmåga att följa åtgärdsprogrammen. af Jochnick menade att alla dessa frågor kommer att få sin lösning men att frågan är hur och när. Förtroendet för euroområdet måste steg för steg byggas upp igen. Genomförande av långtgående förslag måste också demokratiskt förankras. Det är i dagsläget svårt att överblicka när eurozonen är på den säkra sidan och omvärlden kan andas ut.

Utvecklingen i svensk ekonomi kommer att vara svag under resten av 2012. Osäkerheten i omvärlden gör att hushåll och företag även fortsättningsvis är försiktiga med konsumtion och investeringar. Kostnadstrycket är dämpat på grund av oväntat hög produktivitetstillväxt i Sverige och den relativt starka kronan. Så den låga inflationen består ännu ett tag.

Det är dock svårt att veta hur kronan kommer att utvecklas menade af Jochnick. Den kronförstärkning som har skett under sommaren finns det sannolikt flera olika förklaringar till. Den svenska realekonomin har visat sig vara starkare relativt flera länder i omvärlden. Till det skall läggas de starka statsfinanserna, som bidragit till att Sverige betraktats som något av ett "safe haven" för internationella placerare. Detta utesluter dock inte att kronan kan bli svagare eller starkare än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen. Men kronans utveckling är bara en av flera faktorer som påverkar inflation och resursutnyttjande och därmed den svenska penningpolitiken framöver.

af Jochnick ville också kort kommentera Svenssons inlägg om prognosen för utländska styrräntor och diskussionen i Jackson Hole. Hon noterade att erfarenheterna av att använda terminsräntorna som prognos för utländska styrräntor inte är entydiga. af Jochnick menade att de implicita terminsräntorna av olika skäl är nedpressade i många länder i dagsläget samtidigt som de visat sig vara ganska volatila. Hon noterade att direktionen upprepade gånger har diskuterat Riksbankens metod för att prognosticera utländska styrräntor och bedömt att den nuvarande metoden fungerar tillfredställande.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att konstatera att den bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som presenterades i den penningpolitiska rapporten i juli står sig ganska hyggligt. Det betyder att prognosrevideringarna i denna penningpolitiska uppföljning generellt sett är ganska små och att penningpolitikens grundläggande inriktning ligger fast.

De två lite större prognosrevideringarna som görs i den penningpolitiska uppföljningen handlar dels om den svenska tillväxten, dels om kronans växelkurs. Det är också dessa variabler som denna gång spelat störst roll för Janssons penningpolitiska ställningstagande och han framhöll att de därför kommer att vara i fokus för hans diskussion. Jansson avsåg inte att speciellt kommentera den internationella utvecklingen men noterade att det inte betyder att denna därmed blivit mindre betydelsefull än tidigare. Det som händer på det internationella planet fortsätter att i grunden avgöra ekonomins färdriktning.

Janssons tanke var att inleda sin diskussion med att försöka svara på frågan om det kan vara lämpligt att hålla fast vid den räntebana som låg till grund för prognosen i juli. Jansson menade att han förhoppningsvis kommer att kunna klargöra att detta inte är lämpligt utan att han istället landar i slutsatsen att det nu är motiverat att göra penningpolitiken något mer expansiv än i juli. Han avsåg att återkomma i den penningpolitiska diskussionen mer i detalj till hur han anser att penningpolitiken bör göras mer expansiv.

Jansson menade att det inte är lätt att hitta ett land i västvärlden som hade en snabbare tillväxt än Sverige under andra kvartalet 2012; i alla fall hade han inte lyckats med det. Den säsongsrensade ökningen från första kvartalet var enligt Statistiska centralbyrån hela 1,4 procent. Riksbankens prognos utgick från en tillväxt om 0,2 procent och övriga prognosmakare hade i genomsnitt ungefär samma prognos som Riksbanken. Den mycket höga tillväxten för andra kvartalet leder givetvis till att tillväxtprognosen för helåret 2012 måste revideras upp en hel del, från 0,6 procent till 1,5 procent.

Att Sveriges tillväxt för 2012 av allt att döma blir betydligt snabbare än tidigare förväntat är i grunden enligt Jansson förstås glädjande och i linje med bedömningen att Sveriges moståndskraft är förvånansvärt god. Men han menade att bakom den hyggliga årssiffran döljer sig ett tillväxtförlopp som inte är lika gynnsamt och faktiskt mer dramatiskt än i

tidigare prognos. Det som framförallt orsakade den oväntat höga tillväxten under andra kvartalet var att exporten och lagerinvesteringarna utvecklades bättre än väntat. Men till följd av den svaga utvecklingen på flera av Sveriges viktiga exportmarknader talar mycket, för att inte säga i stort sett allt, för att bägge dessa komponenter kommer att ge ett betydligt mindre BNP-bidrag under det tredje kvartalet. Detta understryks bland annat av utfallet för inköpschefsindex i augusti, som visade på det tredje största fallet sedan 1994. Riksbanken bedömer nu att tillväxten under det tredje kvartalet kommer att uppgå till -0,2 procent, att jämföra med 0,2 procent i tidigare prognos. Efter tredje kvartalet är sedan tillväxtförloppet ungefär detsamma som i juli.

Jansson menade att det svaga tillväxtförloppet under resten av 2012 gör det mycket osannolikt att tillväxtövertäckningen under andra kvartalet får några inflationskonsekvenser. Denna bedömning stöds också av att den höga tillväxten gått hand i hand med en oväntat god produktivitetstillväxt. Det senare innebär samtidigt att effekterna på resursutnyttjandet troligtvis också blir begränsade.

Jansson övergick därefter till att diskutera den andra variabeln som överraskat i förhållande till julibedömningen, nämligen kronans växelkurs. Även om kronan har försvagats något under de allra senaste dagarna så har utvecklingen sedan den penningpolitiska rapporten i juli varit klart starkare än väntat. I den tidigare prognosen för kronan låg en sammantagen förstärkning i ungefär samma storleksordning som nu skett under sommaren. Att förstärkningen har skett snabbare än beräknat är sannolikt en kombination av positiva ekonomiska överraskningar i Sverige parallellt med negativa överraskningar i omvärlden, särskilt i euroområdet.

För egen del trodde Jansson att rörelserna i kronans växelkurs i betydligt högre grad är relaterade till olika växelkurspremier än till faktiska eller förväntade räntedifferenser. I den mån euron drabbats av premier som relaterar till krisen inom euroområdet borde det för kronan, allt eftersom framsteg görs i den europeiska krishanteringen, finnas ett utrymme att åter försvagas mot euron framöver. Men i genomsnitt mot ett flertal valutor är det rimligt att räkna med att kronan nu ligger hyggligt nära sin långsiktiga nivå.

Janssons slutsats av stabens olika analyser är att om räntan och räntebanan nu lämnas oförändrad jämfört med i juli kommer KPIF-inflationen att ligga klart under inflationsmålet under hela prognosperioden. Detta skulle vara en helt annan inflationsprognos än i juli och Jansson menade att denna nästan gör det självklart att nu anpassa penningpolitiken i en mer expansiv riktning.

Han frågade sig om det då inte finns en risk för att penningpolitiken inom kort kan komma att behöva göras mer kontraktiv igen, till exempel om kronan skulle försvagas inom en nära framtid? Jansson ansåg att det givetvis inte går att helt utesluta att detta kan bli aktuellt men att nuvarande utsikter för inflationen talar för att ganska mycket måste hända innan ett sådant läge uppstår. Inflationen är ju låg i utgångsläget och det

kommer att ta ett tag innan den är i linje med målet. Till bilden hör enligt Jansson också att riskerna för andra typer av obalanser, till exempel en alltför snabb realekonomisk utveckling eller problem som relaterar till bostadsmarknaden, nu är små. Jansson sa att han återkommer i den penningpolitiska diskussionen mer i detalj till hur han anser att penningpolitiken bör göras mer expansiv.

Eftersom Svensson tog upp frågan ville Jansson avsluta med att göra några kommentarer kring den aktuella debatten om hur Riksbanken klarat av att uppfylla inflationsmålet. Jansson hävdade att det tyvärr är så att vissa faktafel verkar ha fått fotfäste i den allmänna debatten, en debatt som också ofta präglas av överförenklingar och saknar nyanser. Så är fallet trots att flera Riksbanksrepresentanter i olika sammanhang diskuterat dessa frågor. Som exempel tog Jansson upp en debattartikel i Dagens Nyheter i maj 2011 som han själv skrev och att han också diskuterat frågorna regelbundet på de penningpolitiska mötena under året.⁵

Han menade att det därför är bra att Riksbanken nu kommer att publicera en så kallad Ekonomisk kommentar som på ett förtjänstfullt sätt reder ut fakta kring bland annat hur väl Riksbanken lyckats uppfylla inflationsmålet sedan det infördes.⁶ Det är också bra att kommentaren tydliggör att det inte är så att Riksbanken lyckats särskilt dåligt med att uppfylla inflationsmålet jämfört med andra länder. Jansson hoppades att denna Ekonomiska kommentar kommer att få stor spridning och läsas av många.

Riksbankschef **Stefan Ingves** meddelade att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Det har inte skett stora förändringar i omvärldsbilden sedan förra mötet och det råder fortsatt stor osäkerhet om utvecklingen i euroområdet. I Europa är det stor skillnad mellan länderna: djup nedgång i Sydeuropa, mer motståndskraft i Tyskland och god tillväxt i Norge.

I krisländerna pågår anpassningsprocesser. I några länder såsom Irland och Spanien har till exempel bytesbalansen mot omvärlden förbättrats. Även konsolideringen av statsfinanserna har kommit en bit på vägen i några länder, liksom förbättringen av konkurrenskraften men allt det här tar tid. Höga räntenivåer visar att flera krisländer inte har lyckats återställa långivarnas förtroende. Penningpolitikens utformning i EMU försvåras av detta.

Det är därför viktigt att etablera långsiktigt hållbara lösningar för finansiella system, offentliga finanser och konkurrenskraft i krisländerna. Osäkerheten väntas bestå tills trovärdiga åtgärder kommer på plats. Det är ju också vad som antas i huvudscenariot.

⁵ Jansson, Per (2011), Riksbanken har ingen hemlig agenda. DN-debatt 9 maj 2011. Tillgänglig via <http://www.dn.se/debatt/riksbanken-har-ingen-hemlig-agenda>.

⁶ Andersson, Björn, Palmqvist, Stefan och Österholm, Pär (2012), Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre tidsperspektiv. *Ekonomisk kommentar* nr 4, 2012. Sveriges riksbank.

Skulle detta inte ske riskeras ett riktigt dåligt scenario, där den svenska ekonomin drabbas negativt.

Den amerikanska ekonomin har utvecklats i linje med förra prognosen och återhämtningen fortsätter men går trögt. Läget på bostadsmarknaden har förbättrats och därmed även förutsättningarna för ökad inhemsk efterfrågan. Osäkerheten om den framtida finanspolitiken kommer dock att bestå en tid. I tillväxtländerna syns vissa tecken på avmattning, vilket i flera fall mötts med mer stimulerande ekonomisk politik. Sammantaget bedöms världsekonomin fortsätta växa med omkring 4 procent per år, något som Sverige har stor nytta av, givet de strukturella problem man brottas med på olika håll i Europa.

Samtidigt som omvärlden har utvecklats ungefär i linje med bedömningen i juli har BNP-tillväxten i Sverige varit starkare än vad Riksbanken räknade med. Det leder till en högre nivå på BNP men ändrar inte påtagligt tillväxtutsikterna framöver. Den synen stöds också av makroindikatorer. Den starkare BNP-tillväxten beror inte på att svenskarna har arbetat fler timmar än tidigare. Istället är det produktiviteten som har överraskat på uppåt. Om nu mätningen är korrekt innebär det att den starkare produktivitetstillväxten inte ökar inflationstrycket. Det reduceras snarare.

Kronan har stärkts mer än vad Riksbanken räknade med vid mötet i juli. Ett skäl kan vara att Sveriges BNP-tillväxt relativt omvärlden har blivit högre än väntat. Detta kan avspegla att efterfrågan på svenska varor ökat relativt varor i andra länder vilket i sin tur också ökat efterfrågan på kronor relativt andra valutor. Ett annat skäl kan vara att goda statsfinanser och låg inflation har stärkt synen på Sverige som en "safe haven" i en orolig omvärld. Sverige är ett av de få länder som fortfarande har högsta kreditbetyg med stabila utsikter från alla de tre stora kreditbetygsinstituten.

Det är dock svårt att veta var en rimlig nivå på kronan ligger. Kalkyler av jämviktsväxelkurser är genuint osäkra. De långvariga och stora överskotten i bytesbalansen kan motivera att kronan fortsätter att vara relativt stark. Å andra sidan kan man inte veta hur långvarig produktivitetsoökningen blir. Vidare brukar kronan försvagas i orostider. Olika faktorer drar åt olika håll. Det finns därför skäl för Riksbanken att framöver fördjupa analysen av den reala jämviktsväxelkursen och dess förklaringsfaktorer. Empirin talar mot ett enkelt samband mellan räntedifferenser och växelkurs. Sammantaget, givet övriga antagande om den ekonomiska utvecklingen, gjorde Ingves bedömningen att kronprognosen är rimlig.

En annan svårbedömd variabel är nivån på den långsiktiga arbetslösheten. Riksbanken räknar med att arbetslösheten kommer att öka något det närmaste året innan den minskar igen som följd av att konjunkturen gradvis förbättras. Men, frågade sig Ingves, hur låg kan arbetslösheten bli utan att inflationen tar fart? De strukturella problemen när det gäller matchning och lönebildning kvarstår. Ingves trodde att man får räkna med

ganska breda intervall för den långsiktiga arbetslösheten såsom Riksbanken gjorde i juli då man bedömde att intervallet var 5-7,5 procent.

Inflationen framöver bedöms bli lägre än vad Riksbanken räknade med i juli. Kostnadstrycket har blivit lägre till följd av en högre produktivitetsökning och av att kronan har stärkts. Vidare har lönerörelsen lett till måttliga löneökningar. Sammantaget motiverar inflationsmålet på två procent och den realekonomiska utvecklingen en något mer stimulerande penningpolitik, vilket Ingves avsåg återkomma till.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ville förklara varför han tagit upp frågan om den högre genomsnittliga arbetslösheten på grund av lägre genomsnittlig inflation än målet. Det är därför att den leder till en viktig slutsats för penningpolitiken vid varje beslut, nämligen att det är viktigt att hålla inflationen i genomsnitt på målet under en längre period. Det gäller att undvika att den genomsnittliga arbetslösheten blir onödigt hög i framtiden, genom att se till att genomsnittlig inflation under en längre period i framtiden ligger nära målet. Det innebär att man inte får vara rädd för att skjuta över inflationsmålet. Om genomsnittet ska hamna på målet måste ju i princip inflationen vara över målet lika ofta och mycket som den är under målet.

Svensson kommenterade sedan Per Janssons påstående att debatten kännetecknats av faktafel och överförenklningar. Svensson ville i det sammanhanget förklara varifrån siffran 0,6 procentenheter för låg inflation de senaste 15 åren kommer. Enligt realtidsdata har genomsnittlig KPI-inflation blivit 1,5 procent för 1995-2011, 1,4 procent för 1996-2011 och 1,4 procent för 1997-2011. Svensson menade att han i sin uppsats valt att fokusera på perioden 1997-2011 av flera skäl. Inflationsförväntningarna hade då hunnit stabiliseras runt 2 procent, så regimen hade blivit trovärdig. Riksbanken hade haft ett par år på sig från att inflationsmålet började gälla 1995 att lära sig bedriva inflationsmålspolitik. Reporäntan hade fallit till en normal nivå. Regimen hade hunnit bli någorlunda etablerad.

Om Riksbanken i genomsnitt avviker från målet är i sig en viktig fråga och målavvikelsen bör inte förringas. Ännu viktigare är dock att målavvikelsen av allt att döma haft konsekvenser för arbetslösheten. Därför är det så viktigt att hålla inflationen i genomsnitt på målet i framtiden. Detta är inte omöjligt. Det visar erfarenheterna från de länder som haft ett fast inflationsmål lika länge som vi. Australien, Kanada och Storbritannien (till och med 2007) har lyckats med att hålla genomsnittlig inflation på eller mycket nära målet.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kritiserade att så mycket tid vid mötet ägnades åt att diskutera huruvida tidigare direktorer från långt tillbaka i tiden har lyckats uppnå inflationsmålet eller inte. Hon menade att det viktiga för direktionen på dagens möte var hur penningpolitiken ska se ut framöver. Eftersom inflationen förväntas ligga under 2 procent ett tag framöver enligt inflationsprognosen kommer gapet mellan inflationsmålet och den uppnådda långsiktiga genomsnittliga inflationen, hur stort det nu än är, att bli

större under den närmaste tiden. Det gör, enligt Ekholm, att det är viktigt att Riksbanken fokuserar på hur man framöver ska kunna behålla förtroendet för inflationsmålet.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inflikade att han höll med Ekholm om att direktionen borde ägna sin tid åt att diskutera de aktuella frågorna för penningpolitiken just nu. Just därför tyckte han att den kommande Ekonomiska kommentaren är så bra. Denna reder nämligen ut fakta på ett ordnat och transparent sätt och ska förhoppningsvis innebära att direktionen i framtiden måste ägna mindre tid åt att diskutera vad som egentligen har hänt i det förgångna. Det bör ge direktionen större utrymme att istället diskutera de aktuella policyfrågorna.

Riksbankschef **Stefan Ingves** anslöt sig till denna ståndpunkt och föreslog att man därmed kunde sätta punkt för diskussionen om inflationsgenomsnittet för denna gång.

§3. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att konstatera att direktionen i juli hade att väga en stark svensk ekonomi mot en svag och osäker europakonjunktur. På den senare punkten är bilden idag i stort sett densamma som då. Men analysen av BNP-siffran och nya indikatorer som Wickman-Parak redogjorde för i sitt förra inlägg, ledde henne dock till slutsatsen att man nu mer tydligt kan se en svagare svensk ekonomisk utveckling i närtid: Det här avspeglas ju också i det svagare konjunkturförloppet jämfört med prognosen i juli. Wickman-Parak menade att det här är en pusselbit i det tänkande som lett henne till beslutet att det nu finns anledning att inte bara, som direktionen gjorde i juli, ange att det finns en viss sannolikhet för sänkt ränta i höst utan nu ta steget full ut och sänka räntan.

Inflationen är i dagsläget låg och förklaringarna till det har Riksbanken flera gånger tidigare fört fram i sina rapporter, så även nu. Wickman-Parak anförde att hon flera gånger har påpekat att hon anser att den låga inflationen i nuläget fått lite för stort fokus på bekostnad av prognosen. Riksbankens prognoser har visserligen tidigare inneburit en kronkurs på ungefär nuvarande nivå men förstärkningen har kommit snabbare än förutsett. Prognosen är nu att kronan håller sig på ungefär nuvarande nivåer året ut. Till det kommer att högre produktivitetstillväxt lett till en nedrevidering av arbetskostnaderna per producerad enhet. Det här påverkar givetvis inflationsprognosen som justerats ned för en stor del av prognosperioden.

Det är alltså flera faktorer, det vill säga svagare tillväxtutsikter, starkare krona och lägre arbetskostnader per producerad enhet, som sammantagna lett Wickman-Parak till slutsatsen att förordna sänkning av reporäntan till 1,25 procent och en sänkning av räntebanan i enlighet med bedömningen i uppföljningen. Kronkursen är notoriskt svårförutsägbar och kan röra sig snabbt. Man ska heller inte läsa in för mycket av enskilda kvartalssiffror över produktiviteten. Enligt liggande prognoser kommer inflationen att

vara under målet en bit in på 2014. Även om till exempel kronan skulle bli svagare än vad som Riksbanken förutser behöver inte inflationsmålet äventyras. Risken för att en sänkning av räntan idag skulle innebära att Riksbanken snabbt skulle behöva slå om och börja höja räntan bedömde Wickman-Parak som i det närmaste obefintlig.

Hon menade vidare att man inte ska förvänta sig stora effekter på tillväxten av den sänkta räntan i ett läge där ekonomins aktörer förhåller sig avvaktande på grund av stor osäkerhet inför utvecklingen i omvärlden. Hushåll med rörliga bolån får bättre kassaflöde och det kan bidra till något högre konsumtion än annars hade varit fallet. Sänkt ränta kan också få en viss inverkan på kronkursen och den vägen påverka exporten.

Penningpolitiska beslut är sällan enkla och självklara och när man förbereder sig för beslut övervägs givetvis olika alternativa beslut. Wickman-Parak menade att mot bakgrund av det hon nyss sagt kanske det skulle ligga nära till hands att överväga en större räntesänkning. Men hon anförde flera skäl mot detta.

För det första är det ju så här långt inte så att ny utfallsstatistik och nya indikatorer tyder på någon skarp inbromsning i ekonomin. För det andra utvecklas den privata konsumtionen någorlunda väl och hushållens förtroende är relativt starkt. För det tredje är det Wickman-Paraks bedömning att den svenska ekonomin nästa år har mycket goda förutsättningar att haka på om eurokrisen klingar av och omvärldsefterfrågan tar bättre fart. Hon kunde väl tänka sig att man under loppet av nästa år kan få se en starkare tillväxt än vad som nu förutses.

Wickman-Parak tog slutligen upp hushållens upplåning. Hon påpekade till att börja med att Riksbanken inte har mål för vare sig kredittillväxt eller huspriser. Men hon menade att det för henne själv och flera i direktionen är välkommet att hushållens upplåning dämpats. Hennes syn var att högre räntor har spelat in. Hushållens upplåning är ingen omedelbar fara men en rejält sänkt ränta skulle kunna innebära att skulduppbyggnaden snabbas upp igen. Det här handlar inte i första hand om risker för den finansiella stabiliteten utan om risker för tillväxt, sysselsättning och inflation på längre sikt – variabler som är av central betydelse för penningpolitiken.

Wickman-Parak anförde att hon vid flera tillfällen framfört att hon anser att gradvisa förändringar av reporäntan är att föredra i normala fall. Däremot ska det finnas beredskap att ompröva räntebeslut när förhållandena så kräver. I vissa fall kan även mer radikala steg i räntesättningen vara motiverade och ändå förhållandevis enkla att fatta beslut om. Så var det mitt i finanskrisen, menade Wickman-Parak. Men för det mesta föregås de penningpolitiska besluten åtminstone för henne själv av betydligt mer hårfina avvägningar. Det är sådana som lett till att det tippat över för en sänkt ränta och sänkt räntebana för hennes del.

Skulle det gå riktigt illa med omvärldskonjunkturen som skulle sätta skarpa avtryck i svensk ekonomi kommer situationen i ett annat läge. Wickman-Parak sa sedan att hon

tog sig friheten att upprepa det hon anfört vid mötet i juli att det då också kan finnas anledning att diskutera penningpolitikens möjligheter och effektivitet kontra andra åtgärder för att stimulera ekonomin.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förespråkade en betydligt lägre räntebana än i huvudscenariot i utkastet till uppföljningen. Han ansåg att uppföljningens prognoser för utländska styrräntor och omvärldens tillväxt ligger för högt och att en lägre räntebanan leder till en högre KPIF-inflation närmare målet och en lägre arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå och därigenom medför en bättre avvägd penningpolitik.

Enligt Svenssons tolkning av Riksbankslagen och dess förarbeten är det rimligt att ha som utgångspunkt att mandatet för penningpolitiken är att upprätthålla prisstabilitet och uppnå högsta hållbara sysselsättning, där högsta hållbara sysselsättning i praktiken är samma sak som lägsta hållbara arbetslöshet. Han menade att det i praktiken innebär att välja räntebana så att man bäst stabiliserar KPIF-inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå under hela prognosperioden, inte bara vid prognosperiodens slut. Det är således sysselsättning och arbetslöshet som ska stå i fokus enligt Svenssons mening, inte resursutnyttjandet mer allmänt och oklart och mätt med ett antal olika mycket skakiga indikatorer.

Han menade att även om man skulle acceptera antagandena i utkastet till uppföljningen om hyfsad tillväxt i omvärlden och högre framtida utländska styrräntor ger en lägre räntebana än huvudscenariots bättre måluppfyllelse för KPIF-inflation och arbetslöshet. Det framgår tydligt i bild 3 som visar huvudscenariot och prognoser för alternativa räntebanor med hjälp av Riksbankens modell Ramses. Svenssons slutsats var att det också gäller 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. Slutsatsen gäller oavsett om man mäter arbetslöshetsgapet mot 6,5 eller 5,5 procents långsiktigt hållbar arbetslöshet.

En prognos för utländska styrräntor enligt terminsräntor, vilket Svensson menade är en mer realistisk prognos i nuläget, ger argument för en betydligt lägre räntebana. Det framgår av bild 4. Under antagande om utländska styrräntor enligt terminsräntor visar bilden KPIF- och arbetslöshetsprognoser för huvudscenariots räntebana och en lägre räntebana. Prognoserna är också gjorda med Svenssons bedömning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten på 5,5 procent. Lägre utländska styrräntor enligt terminsräntorna (den grå kurvan istället för den gula i bild 1) ger allt annat lika en större räntedifferens mellan räntebanan och utländska räntor och en starkare krona. Detta leder i sin tur till en lägre inflation, en lägre export och en högre arbetslöshet, som framgår av bild 4.

Svenssons slutsats var att den lägre räntebanan leder till klart bättre måluppfyllelse. En mindre optimistisk prognos för omvärlden ger ytterligare argument för en lägre räntebana. Mot bakgrund av detta reserverade Svensson sig mot uppföljningen och

räntebanan och han förordade en sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter till 1,0 procent och sedan en räntebana på 0,75 procent från och med fjärde kvartalet 2012 till och med fjärde kvartalet 2013 och sedan en uppgång till 2 procent vid prognosperiodens slut.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att utgångsläget, liksom vid det senaste mötet, är ett där inflationen är klart under målet och arbetslösheten klart högre än vad som kan anses vara en långsiktigt hållbar arbetslöshet. Det handlar därför om att hitta en penningpolitik som bidrar till att få upp inflationen och ner arbetslösheten. Det ska ske i ett läge där omvärldskonjunkturen är svag och därmed inte ger så mycket draghjälp. Dessutom är kronkursen förhållandevis stark, vilket ytterligare bidrar till att dämpa exportefterfrågan.

I ljuset av detta ansåg Ekholm, liksom Wickman-Parak och Svensson, att det behövs mer penningpolitisk stimulans. Ekholm noterade att hon vid förra mötet förespråkade en räntesänkning med 0,5 procentenheter och en bana som låg kvar på 1 procent till och med kvartal 3 2013 och som sedan successivt steg till strax över 2,5 procent. Eftersom förutsättningarna inte ändrats på något avgörande sätt hade hon egentligen inga starka skäl till att förespråka någonting annat denna gång. En skillnad gentemot förra beslutet var dock att det nu föreslås en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter. Eftersom Ekholm trodde att det egentligen är viktigare att reporäntan sänks än att den sänks med just 0,5 procentenheter nu så avsåg hon att stödja det förslaget och alltså ställa sig bakom att reporäntan sänks med 0,25 procentenheter.

Däremot höll hon fast vid sin bedömning från förra gången att reporäntan nog behöver komma ner till 1 procent så småningom och ligga där i ett antal kvartal. Reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning innebär en viss nedrevidering jämfört med banan som bestämdes i juli, men den är inte tillräckligt stor enligt Ekholms uppfattning. KPIF-inflationen kommer inte upp till 2 procent förrän i början av 2014. Arbetslösheten kommer inte ned till vad som bedöms vara en långsiktigt hållbar nivå förrän alldeles i slutet av prognosperioden. En lägre reporäntebana skulle ge bättre måluppfyllelse såtillvida att inflationsprognosen snabbare skulle nå målet på 2 procent och arbetslöshetsprognosen hamna närmare den långsiktigt hållbar nivån.

När det gäller hushållens kredittillväxt så anförde Ekholm att den har fallit trendmässigt under en ganska lång tid och hennes bedömning var att utvecklingen när det gäller hushållens skuldsättning och den svenska bostadsmarknaden inte motiverar att hålla räntan på en högre nivå än vad som strikt motiveras av inflationsmålet. Eftersom inflationsmålet på vissa håll har kommit att ifrågasättas under senare tid tyckte Ekholm att det är viktigt att fokusera på inflationsmålet. Annars riskerar förankringen av inflationsförväntningarna vid inflationsmålet att gå förlorad.

Ekholm förklarade att den bana som hon förespråkade vid förra mötet hade ett element av godtycklighet i sig såtillvida att den inte grundades på en systematisk analys av vilken bana som ger den bästa möjliga måluppfyllelsen med avseende på inflation och resursutnyttjande. Men det är fortfarande så att en bana som kommer ner till 1 procent under hösten och som ligger kvar där till och med tredje kvartalet 2013 för att sedan successivt stiga till cirka 2,5 procent i slutet av prognosperioden i modellsimuleringar ger en bättre måluppfyllelse än huvudscenariots bana när omvärldens styrräntor prognosticeras med implicita terminsräntor.

Ekholm anförde att hennes föreslagna bana ger ganska god måluppfyllelse även när TCW-banan för de utländska styrräntorna används istället för de implicita terminsräntorna. Det som inte ser så bra ut då är att inflationen går upp en bit över målet mot slutet av prognosperioden. Ekholm noterade att det beror på att TCW-banan stiger ganska brant mot slutet av prognosperioden och att hennes reporäntebana därför implicerar kraftigt minskade ränteskillnader gentemot utlandet och därmed en försvagad krona, som driver upp inflationen. Om man inte tror på denna branta stigning av de utländska styrräntorna mot slutet av prognosperioden – och som Ekholm tidigare nämnt var hon skeptisk mot den – eller om man inte tror på det starka samband mellan räntedifferenser och växelkurs som finns i modellen Ramses, så ger den bana som hon förespråkade i juli en bättre måluppfyllelse även denna gång. Ekholm höll därför fast vid uppfattningen att det är en bättre reporäntebana.

Sammantaget ställde sig Ekholm bakom en sänkning av reporäntan med 25 punkter och förordade en reporäntebana som går ner till 1 procent och ligger kvar där till och med tredje kvartalet 2013 för att sedan stiga till cirka 2,5 procent.

Riksbankschef **Stefan Ingves** konstaterade att han ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent samt att justera ned banan för reporäntan något.

Kostnadstrycket bedöms bli svagare än i förra prognosen. Inflationsmålet motiverar därför en något mer stimulerande penningpolitik. En sådan penningpolitik bidrar också till att resursutnyttjandet blir normalt under prognosperioden. Ingves menade att penningpolitiken gör vad den kan för att svensk ekonomi ska vara så stabil som möjlig när ekonomin i omvärlden är orolig.

Han noterade vidare att utvecklingen inom finanssektorn och hushållens upplåning just nu är litet lugnare men kräver fortsättningsvis stor uppmärksamhet. Införandet av nya regler rörande kapitaltäckning, likviditet och riskvikter är viktiga åtgärder. Diskussionen om amorteringskrav, minskad avdragsrätt och ökat utbud av bostäder är också viktig. Det är av långsiktig stor betydelse att skuldsättningen inte blir för hög. Ingves poängterade att när penningpolitiken avvägs behöver Riksbanken också beakta vad som görs på dessa andra politikområden. Reporäntans nivå är därför, bland mycket annat, också en funktion

av hur väl regelverken för finansiell stabilitet fungerar när det gäller att motverka nya obalanser. Han menade att ju mindre man gör på annat håll, desto mer faller på penningpolitiken.

Ingves sammanfattade med att säga att många variabler rör sig "sidledes" och att det inte är så stora förändringar jämfört med prognosen i juli. Givet utvecklingen av löner, produktivitet och växelkurs samt en lägre inflationsprognos finns det skäl att sänka räntan nu. Ett annat alternativ, som över tiden ger ungefär samma resultat, hade varit att vänta till oktober. Utan större överraskningar torde det inte förändra bilden dramatiskt och då kan man lika gärna sänka räntan nu, menade Ingves. Skulle något dramatiskt inträffa i Europa, ja då blir penningpolitiken en annan och penningpolitiken får då omprövas givet de nya omständigheterna. Skulle, å andra sidan, tillväxten varaktigt bli mycket högre än prognosen, ja då är det också omprövning som gäller.

Slutligen efterlyste Ingves också framtida arbete om långsiktiga jämviktsantaganden. Han noterade att analysapparaten för penningpolitiken tillkommit under den period som kallats "the great moderation", det vill säga en period som kännetecknades av att realekonomin i världen utvecklades väl samtidigt som inflationen var låg. Ingves menade att det är svårare att göra prognoser idag, eftersom de senaste fem åren sett helt annorlunda ut. Han frågade sig om det till exempel är rimligt att hålla fast vid ett långsiktigt ränteantagande på 4 procent. Ingves efterlyste mer analys om detta och andra jämviktsantaganden som görs i analysarbetet.

Vice riksbankschef **Per Jansson** hänvisade till sitt tidigare inlägg där han förklarade att de prognosförändringar som nu görs leder till att inflationen skulle ligga under inflationsmålet under hela prognosperioden om det inte sker någon anpassning av penningpolitiken. Frågan är då exakt hur penningpolitiken ska anpassas. Jansson såg för egen del två tänkbara sätt att anpassa räntebanan. Det första sättet innebär att reporäntan nu lämnas oförändrad men att räntebanan innehåller en rejäl sannolikhet för en räntesänkning i oktober. Därefter ligger räntebanan kvar på en lägre nivå än i juli. Det andra sättet är att omedelbart sänka reporäntan och redan från och med nu tillämpa en lägre räntebana än i juli.

Jansson noterade att det är tämligen självklart att de två sätten att anpassa penningpolitiken leder till ungefär samma prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Han konstaterade att detta skulle kunna leda till slutsatsen att det inte spelar någon större roll om man sänker reporäntan redan nu eller kommunicerar en rejäl sannolikhet för en räntesänkning i oktober. Givet att det lägre kostnadstrycket i form av den snabbare produktivitetsökningen och den starkare kronan inte är en framtida risk utan istället ett realiserat faktum menade Jansson att det dock är mer naturligt att redan nu sänka reporäntan. Han stödde mot denna bakgrund förslaget i utkastet till penningpolitisk uppföljning att nu sänka reporäntan med 0,25 procentenheter och sedan tillämpa en räntebana som i genomsnitt är cirka 0,2 procentenheter lägre än räntebanan i den

penningpolitiska rapporten i juli. Han stödde också de prognoser för svensk och internationell ekonomi som redovisas i utkastet.

Jansson avslutade med att kommentera hur hans penningpolitiska ställningstagande går ihop med hans syn på riskerna när det gäller hushållens skuldsättning. För Jansson var det viktigt att förklara detta eftersom han tidigare sagt att hushållens skuldsättning på marginalen varit ett argument som talat emot en sänkning av reporäntan.

Jansson menade att svaret på frågan varför han nu tycker att räntan bör sänkas men inte tyckte det tidigare enkelt uttryckt är att en viss avvikelse från inflationsmålet kan tolereras men att det inte kan röra sig om att sikta på en inflationsutveckling som aldrig når upp till målet under de närmaste tre åren. Enligt Janssons synsätt skulle detta bara kunna vara en godtagbar utveckling av inflationen i undantagsfall där det förelåg mycket speciella omständigheter. Men sådana omständigheter finns inte idag, hävdade Jansson.

Han konstaterade dock samtidigt att hushållens skuldkvot inte har minskat utan ligger kvar på en mycket hög nivå, både historiskt sett och i ett internationellt perspektiv. Riskerna på detta område har visserligen knappast ökat sedan juli men det kan inte uteslutas att så kommer att ske framöver, av ett eller annat skäl.

Skulle detta ske så kan det uppstå ett läge där det blir nödvändigt för andra svenska myndigheter att vidta åtgärder för att få kontroll på situationen och minska riskerna, ansåg Jansson. Det kan röra sig om åtgärder som riktas mot kreditgivningens efterfrågesida, till exempel amorteringskrav eller mer bindande begränsningar på tillåten belåning i förhållande till inkomst. Det kan också röra sig om åtgärder på utbudssidan som syftar till att få bankerna att i större utsträckning finansiera bostadslån med eget kapital istället för lån. Jansson tog vidare upp en annan åtgärd som redan diskuterats och som det finns anledning att återkomma till, nämligen en höjning av de riskvikter som används för att beräkna hur mycket kapital svenska banker måste hålla för att låna ut till en kund. I nuläget tillhör de svenska riskvikterna de allra lägsta i Europa och det finns skäl att ifrågasätta om detta på ett korrekt sätt verkligen tar hänsyn till den snabba utveckling i bostadspriser och skuldsättning som observerats de senaste 15 åren eller så.

Jansson underströk att han tror att beredskapen hos svenska myndigheter för att vidta åtgärder på detta område kan förbättras en del. Han ansåg därför att det är önskvärt att de myndigheter som har ett ansvar i sammanhanget redan nu fördjupar sin diskussion om vad som kan tänkas vara lämpliga åtgärder att vidta om riskerna med hushållens skuldsättning börjar öka igen.

Jansson ville avslutningsvis ställa en fråga till Lars E.O. Svensson. Med tanke på hur Svensson tolkar Riksbankens mandat och hans analys om att inflationen i ett historiskt perspektiv blivit för låg, kan man kanske undra varför Svensson inte förordar en ännu lägre reporänta just nu och en ännu lägre räntebana framöver. Jansson påpekade att med den penningpolitik som Svensson vill bedriva så är ju KPIF-inflationen under

inflationmålet under hela prognosperioden (se bild 4). Jansson underströk att detta inte är fallet i den penningpolitiska uppföljningen och med majoritetens penningpolitik. Han noterade vidare att Svenssons föredragna penningpolitik dessutom leder till att arbetslösheten genomgående är högre än den nivå som Svensson bedömer är långsiktigt hållbar, möjligen med undantag för något halvår 2015.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** konstaterade att hon stödjer förslaget i den penningpolitiska uppföljningen att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent och att justera ned reporäntebanan. Hon anförde att de avgörande faktorerna som påverkat hennes ställningstagande är den svaga utvecklingen i euroområdet och det lägre kostnadstrycket i Sverige. Hon ansåg att det finns tecken på att euroområdet riskerar hålla tillbaka tillväxten i flera andra länder. I USA har visserligen läget på bostadsmarknaden förbättrats något men osäkerheten om efterfrågeläget framöver är stor, också på grund av behovet av fortsatt finanspolitisk konsolidering. Även i flera tillväxtländer finns tecken på avmattning vilket kan ha att göra med dämpad efterfrågan från Europa. Flera av dessa länder har dock större möjligheter att vidta expansiva åtgärder än industriländerna, vilket bidrar till att världen som helhet bedöms kunna växa i god takt.

af Jochnick menade vidare att hennes ställningstagande utöver omvärldsutvecklingen påverkats av att inflationstrycket i Sverige är lägre än Riksbanken tidigare räknat med. Den starka BNP-utvecklingen under andra kvartalet bedömde hon också vara tillfällig.

För att inflationmålet på 2 procent ska nås inom prognosperioden ansåg af Jochnick att Riksbanken bör sänka reporäntan nu. Motiven för en sänkning av reporäntan har gradvis ökat under sommaren, till viss del påverkade av kronans förstärkning men också av produktivetsförbättringen. Tillsammans bidrar de till att kostnadstrycket blir svagare än i tidigare bedömningen i juli. Även om kronförstärkningen till viss del skulle visa sig vara tillfällig finns underliggande fundamentala faktorer som stödjer bilden av ett svagare kostnadstryck. af Jochnick tyckte därför inte att det finns skäl att vänta och se hur kronan utvecklas utan det finns tillräckliga skäl att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. Detta leder till en bättre måluppfyllelse inom prognosperioden vad gäller inflationen och bidrar också till att resursutnyttjandet i ekonomin blir normalt under prognosperioden.

af Jochnick noterade att hon tidigare pekat på att osäkerheten är stor om hur framtiden kommer att formas. Avgörande för världsekonomin och Sverige är att euroområdet kommer på fötter. Hennes bedömning bygger på att vändpunkten kommer under det närmaste halvåret. Vid mitten av nästa år kan det då bli dags att börja höja reporäntan igen. Men det finns förstås risker. En betydligt sämre utveckling i euroområdet är en nedåtrisk för den svenska ekonomin. Den svenska ekonomin kan också fortsätta att visa större motståndskraft än väntat, vilket är en uppåtrisk.

Slutligen ville af Jochnick återigen peka på vikten av att fortsätta diskussionen om vilka incitament och obalanser som det låga ränteläget kan medföra. Utlåningsökningen till hushållen är nu nere i rimliga nivåer. Skulduppbyggnaden kan dock komma att ta fart längre fram. När ränteläget nu ytterligare sänks är det därför än viktigare att nyutlåning till hushåll präglas av sunda belåningsnivåer och att Riksbanken i diskussionen runt finansiell stabilitet och makrotillsyn överväger om andra åtgärder som amorteringskrav eller krav på en rimlig relation på lån i förhållande till inkomst vore lämpliga i syfte att begränsa hushållens risktagande.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inflikade att han välkomnade en diskussion om hushållens skuldsättning, särskilt om man diskuterar medel som är bättre än reporäntan att hantera eventuella problem, som bolånetak, avdragsregler, riskvikter och kapitalkrav. När det gäller att avgöra om det finns problem med den finansiella stabiliteten i allmänhet och skuldsättningen i synnerhet är det enligt Svenssons mening nödvändigt att dels diskutera huruvida nivåer på skuldkvoter, belåningsgrader och andra indikatorer är hållbara, det vill säga förenliga med ett så kallat steady state, dels diskutera huruvida det finns tillräcklig motståndskraft mot störningar hos låntagare och långgivare. Han menade att det inte finns utrymme att säga mer om detta här och Svensson hänvisade till att han diskuterar dessa frågor i en artikel i ett nyutkommet nummer av Ekonomisk Debatt.⁷

När det gäller amorteringskrav som medel att påverka hushållens skuldsättning finns det en omständighet som ibland tycks glömmas bort. Ett amorteringsfritt lån är ju oförändrat i nominella termer. Men skuldkvoten, lånet i förhållande till disponibel inkomst, är inte oförändrad. Det är rimligt att anta att nominell disponibel inkomst i genomsnitt växer med 4 procent per år, 2 procent realt och 2 procent inflation. För många unga hushåll lär disponibel inkomst stiga ännu snabbare. Men det betyder att skuldkvoten för ett amorteringsfritt lån minskar och halveras på knappt 18 år, och således minskar till en fjärdedel av sin ursprungliga nivå på knappt 36 år.⁸ I förhållande till disponibel inkomst innebär ett amorteringsfritt lån således en ganska snabb amortering. Eftersom nominella bostadspriser i genomsnitt lär stiga minst lika snabbt som disponibel inkomst lär belåningsgraden för ett amorteringsfritt lån minska minst lika snabbt som skuldkvoten.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** sa att hon tycker att det är svårt att föra en riktigt bra och tydlig diskussion om olika åtgärder som skulle kunna minska riskerna med ökande skuldsättning hos hushållen och stigande huspriser eftersom det både inom och utanför Riksbanken saknas ett bra analytiskt underlag på detta område. Men hon betonade att det är viktigt för penningpolitikens förutsägbarhet att det tydliggörs hur

⁷ Svensson, Lars E.O., "Utmaningar för Riksbanken – penningpolitik och finansiell stabilitet", Ekonomisk Debatt nr 5 2012, s 17-29, tillgänglig via www2.ne.su.se/ed/pdf/40-5-leos.pdf.

⁸ Detta följer av att $1/(1,04)^{18} = 0,49$.

faktorer som har med skuldsättning och huspriser påverkar direktionens penningpolitiska ställningstaganden.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** noterade att eftersom formerna för makrotillsyn inte utvecklats i Sverige är det rimligt att Riksbanken diskuterar till exempel effekterna på hushållens skuldsättning med anledning av det låga ränteläget. Det är viktigt att eventuella obalanser identifieras tidigt och att åtgärder om möjligt vidtas för att begränsa riskupbyggnad.

Riksbankschef **Stefan Ingves** menade att riskerna för finansiella obalanser och konsekvenserna för penningpolitiken inte är någon ny fråga utan något som diskuterats i direktionen långt innan den finansiella krisen eskalerade 2008. Han noterade att direktionen var enig om att detta är viktiga frågor som Riksbanken kommer att behöva analysera djupare de närmaste åren.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** svarade sedan på den fråga som Per Jansson ställt om den räntebana Svensson föredrar (motsvarande bild 4). Svensson menade att det är riktigt att med denna räntebana ligger prognoserna för KPIF-inflationen under målet och prognosen för arbetslösheten ligger över en långsiktigt hållbar nivå. Han hävdade därför att det vore bättre med en räntebana som ger en prognos för KPIF-inflationen som skjuter över målet för att pressa ner arbetslösheten lite till.

Svensson tog här upp Qvigstads regel, det vill säga det kriterium för en bra räntebana som formulerats av vice centralbankschefen vid Norges Bank Jan Qvigstad.⁹ Anpassad till inflation och arbetslöshet säger ju den att för en bra räntebana bör normalt inflationsgapet och arbetslöshetsgapet ha samma tecken. Svensson medgav att detta inte uppfylls för hans föredragna bana (se bild 4).

Han anförde att anledningen till detta är att det är svårt och tyvärr inte finns tillräckliga resurser vid Riksbanken för att göra en ordentlig analys av räntebanor och prognoser som ligger långt ifrån huvudscenariot. Svensson ansåg att hans räntebana innebär ett rejält steg i rätt riktning, men att den inte nödvändigtvis är den bästa räntebana som man skulle hitta vid en noggrannare analys och att det är mycket möjligt att en ännu lägre räntebana vore bättre. Svensson menade att hans räntebana är ett exempel på "coarse tuning" snarare än "fine tuning" och han önskade förstås att direktionens majoritet skulle ansluta sig till hans räntebana och att man till nästa penningpolitiska möte kunde lägga ner tillräckliga resurser för att hitta en ännu bättre räntebana som uppfyller Qvigstads regel.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, sammanfattade därefter den penningpolitiska diskussionen. Direktionen har länge varit överens om att inflationstrycket är lågt och att

⁹ Se Qvigstad, Jan F. (2005), When does an interest rate path 'look good'? Criteria for an appropriate future interest rate path – A practitioner's approach. Staff Memo No. 2005/6, Norges Bank.

reporäntan behöver vara låg för att understödja konjunkturen och för att inflationen ska nå målet på 2 procent. Därför har reporäntan och räntebanan sänkts det senaste året. Det har dock funnits skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

Vid dagens möte konstaterades att kostnadstrycket nu bedöms bli lägre och leda till en lägre inflation än vid bedömningen i juli. Direktionen var enig om att räntan därmed behöver sänkas ytterligare för att motverka den låga inflationen och understödja konjunkturutvecklingen. Det fanns dock även denna gång skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

Fem ledamöter ansåg att det är lämpligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent. En ledamot ville sänka reporäntan med 0,5 procentenheter. Alla ledamöter ansåg det lämpligt att justera ned räntebanan. En majoritet, fyra av ledamöterna, ansåg att en mindre nedjustering är lämplig. De ansåg att KPIF-inflationen på så sätt når 2 procent inom 2 år och resursutnyttjandet normaliseras. Två ledamöter ansåg emellertid att det fanns utrymme för en ännu lägre reporäntebana och bedömde att en sådan skulle leda till en inflation närmare 2 procent och en arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå.

En fråga för ledamöterna var, liksom vid mötet i juli, att väga den svaga och framförallt osäkra utvecklingen i euroområdet mot den relativt starka ekonomiska utvecklingen i Sverige. Alla ledamöter ansåg att läget i euroområdet är fortsatt osäkert och att konjunkturedgången där blir utdragen.

Ledamöterna var eniga om att den svenska BNP-tillväxten nu bromsar in efter en stark tillväxt hittills i år och att det starka utfallet inte väntas bli inflationsdrivande. Det rådde också enighet om att den faktiska arbetslösheten nu är högre än den långsiktigt hållbara arbetslösheten, även om det finns olika bedömningar av nivån på denna. Det fanns även olika bedömningar av vad penningpolitiken i dagsläget kan åstadkomma vad gäller utvecklingen av arbetslösheten.

Flera ledamöter berörde den senaste tidens utveckling av kronan och konstaterade att den tidigare prognostiserade förstärkningen skett snabbare än väntat. Några ledamöter diskuterade också hushållens höga skuldkvot och de sårbarheter den kan skapa för ekonomin, något som dessa ledamöter ansåg även fortsättningsvis kräver stor uppmärksamhet.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,

- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen torsdagen den 6 september 2012 kl. 9.30,
- att sänka reporäntan till 1,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 12 september 2012,
- att torsdagen den 6 september 2012 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 18 september 2012 kl. 9.30.

Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen och beslutet om reporäntan och räntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Han förordade en sänkning av reporäntan till 1,0 procent och en räntebana som ligger på 0,75 procent från och med fjärde kvartalet 2012 till och med fjärde 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 utländsk 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 långsiktigt hållbar nivå och därför utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot räntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Hon förordade en bana där reporäntan sänks till 1,0 procent under hösten och sedan ligger kvar där till om med tredje kvartalet 2013 för att successivt höjas till ungefär 2,5 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.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Per Jansson

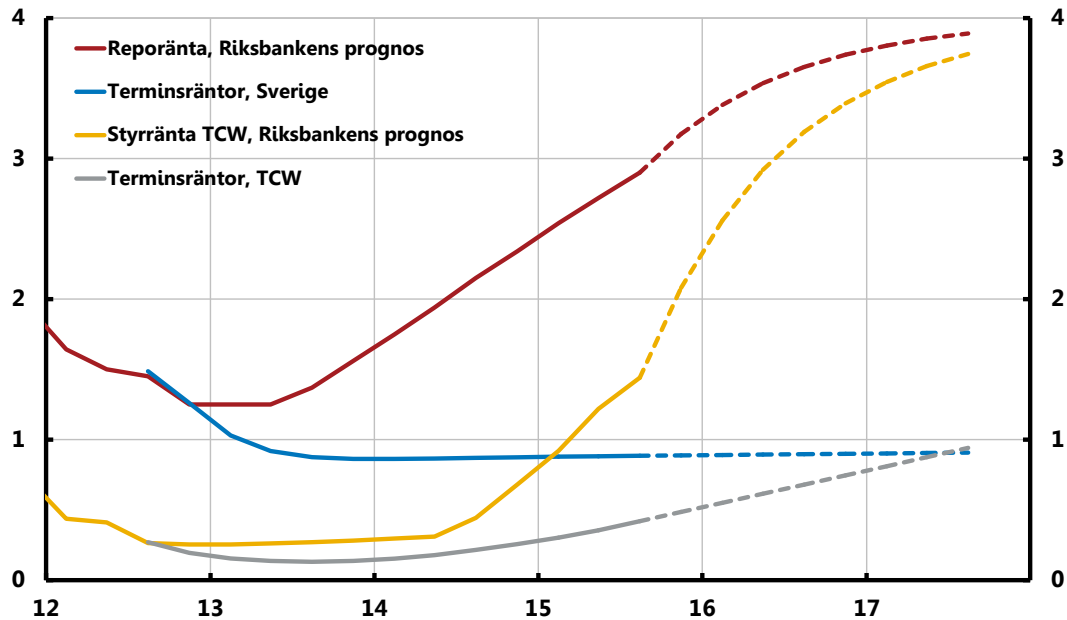
Kerstin af Jochnick

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

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

Procent. Terminsräntor från 31 augusti

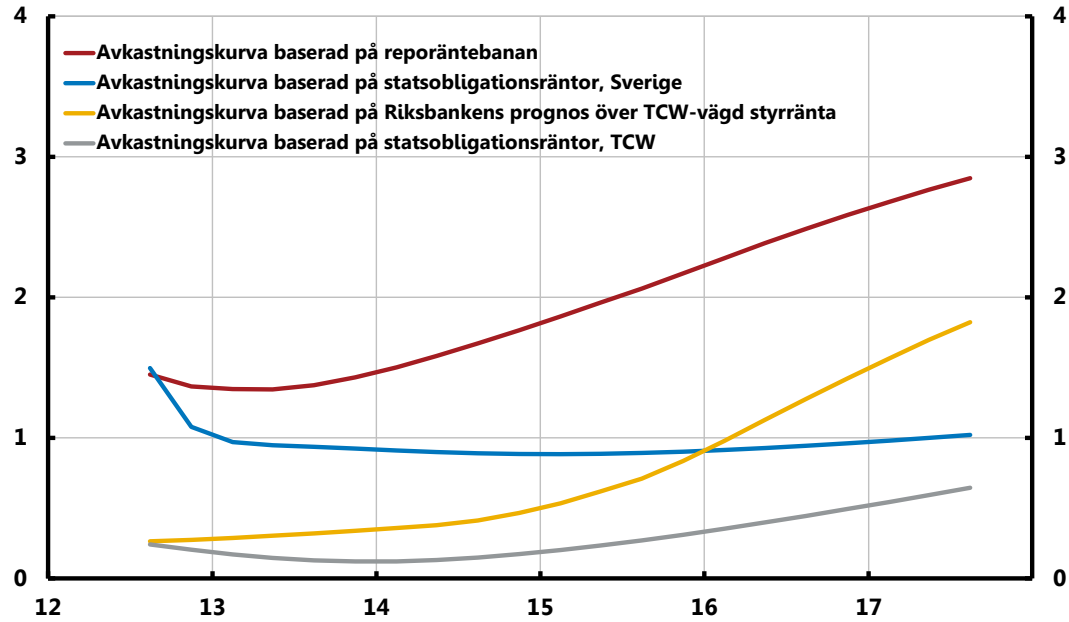


Not: De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier enligt en tumregel på 1 räntepunkt per månad. För kvartalen bortom prognoshorisonten (2015, kvartal 4) är kurvorna extrapolerade med oförändrad lutning och inte baserade på faktisk marknadsprissättning.

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

Bild 2. Avkastningskurvor, september 2012

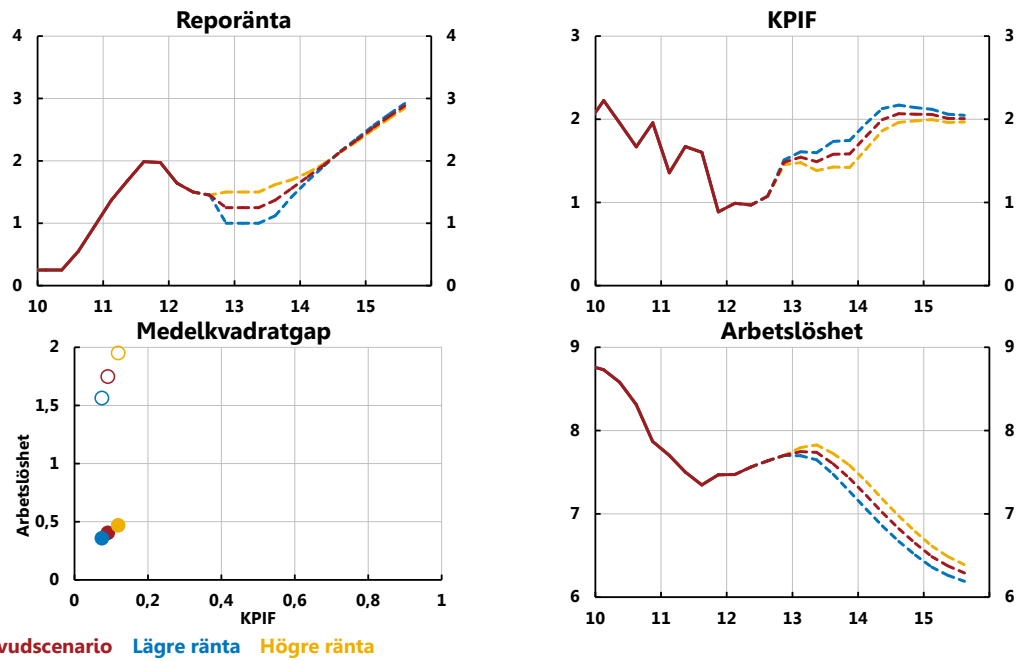
Procent. Statsobligationsräntor från 27 augusti



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

Bild 3. Penningpolitiska alternativ, september 2012

Utländska räntor enligt huvudscenariot. Långsiktig hållbar arbetslöshet 6,5 procent.
Avvikelse enligt Ramses

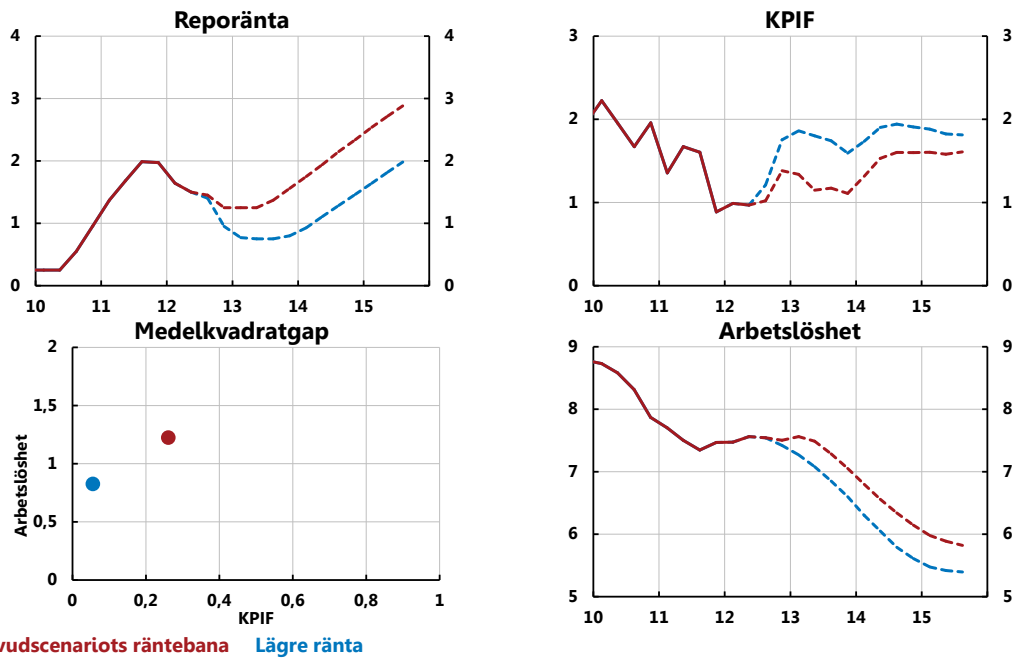


Källor: SCB och Riksbanken

Bild 4. Penningpolitiska alternativ, september 2012

Utländska räntor enligt implicita terminsräntor. Långsiktigt hållbar arbetslöshet 5,5.

Procent



Källor: SCB och Riksbanken



Sveriges riksbank

Besöksadress: Brunkebergs torg 11

Postadress: 103 37 Stockholm

www.riksbank.se

Telefon: 08-787 00 00, Fax: 08-21 05 31

E-post: registratorn@riksbank.se