

Penningpolitiskt protokoll

OKTOBER 2012

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 24 oktober beslutade Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på 1,25 procent och att justera ned reporäntebanan.

Vid mötet den 24 oktober konstaterades att inflationstrycket är lägre och att återhämtningen på arbetsmarknaden blir trögare än vid bedömningen i september. Direktionen var enig om att reporäntan därmed behöver vara låg under en längre tid för att stimulera ekonomin och få en inflation i linje med målet. Det fanns dock liksom vid tidigare möten skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

Fyra ledamöter ansåg att det är lämpligt att behålla reporäntan oförändrad på 1,25 procent. Att sänka räntan nu skulle inte påverka inflationen och konjunkturen speciellt mycket det närmaste året, men däremot riskera leda till att inflationen hamnar över målet 2014 och 2015. Två ledamöter ville sänka reporäntan med 0,25 respektive 0,5 procentenheter för att inflationen snabbare ska nå målet och för att arbetslösheten ska falla tillbaka tidigare.

Alla ledamöter ansåg det lämpligt att justera ned reporäntebanan. En majoritet bestående av fyra av ledamöterna ansåg att förslaget till nedjustering av reporäntebanan i utkastet till den penningpolitiska rapporten representerade en lämplig avvägning. De ansåg att KPIF-inflationen på så sätt når 2 procent efter drygt ett år och att resursutnyttjandet normaliseras. Den låga räntebanan bedöms gå hand i hand med att hushållens skuldkvot inte ökar utan ligger kvar på dagens nivå. Två ledamöter ansåg emellertid att det fanns utrymme för en ännu lägre reporäntebana och bedömde att en sådan skulle leda till att det går snabbare för inflationen att nå 2 procent liksom för arbetslösheten att komma närmare en långsiktigt hållbar nivå.

Alla ledamöter ansåg att läget i euroområdet är fortsatt osäkert och att konjunkturedgången där blir mer utdragen till följd av de underliggande strukturella problemen som fortsätter tynga ekonomierna i regionen.

Ledamöterna var eniga om att den svenska BNP-tillväxten nu bromsar in efter en stark tillväxt hittills i år och att återhämtningen på arbetsmarknaden kommer att bli trögare än väntat. Det rådde också enighet om att det finns lediga resurser i svensk ekonomi i dagsläget, även om det fanns olika bedömningar av nivån på resursutnyttjandet. Det fanns även olika bedömningar av vad penningpolitiken i dagsläget kan åstadkomma för att få ned arbetslösheten.

Samtliga ledamöter diskuterade på olika sätt hushållens höga skuldkvot. Det fanns dock olika åsikter om vilka risker den kan innebära för ekonomin. Ledamöterna uttryckte en önskan att denna fråga beaktas i större utsträckning i analysen framöver.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 5

DATUM: 2012-10-24

MÖTESTID: 9:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Johan Gernandt, fullmäktiges
ordförande (§§ 1 och 2)

Meredith Beechey Österholm
Hans Dellmo
Charlotta Edler
Eric Frieberg
Mia Holmfeldt (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Jesper Johansson
David Kjellberg (§ 1)
Pernilla Meyerson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Mattias Persson (§ 1)
Maria Sandström (§ 1)
Ulf Söderström
Lena Strömberg
David Vestin
Staffan Viotti
Anders Vredin
Magnus Wiberg

Det antecknades att Hans Dellmo och Magnus Wiberg skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1,2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Maria Sandström från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen vad gäller banksektorn och den statsfinansiella situationen i länder inom euroområdet.

David Kjellberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i början av september har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit något lugnare, delvis på grund av åtgärder som vidtagits av ett antal centralbanker. Osäkerheten vad gäller utvecklingen i euroområdet kvarstår dock. Framför allt råder det osäkerhet om och när Spanien kommer att ansöka om stöd från krisfonden ESM. I USA visar makrodata på en mer positiv utveckling. Samtidigt råder det osäkerhet om utgången av det amerikanska valet och den framtida finanspolitiken. Enligt marknadsprissättningen har förväntningarna om en sänkning av reporäntan varit oförändrade sedan det senaste penningpolitiska mötet. Reporäntan väntas sänkas gradvis framöver under det kommande halvåret. Kronan är cirka ½ procent svagare jämfört med det senaste penningpolitiska mötet.

Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 2, 9, 10 och 16 oktober. På ett möte med direktionen den 18 oktober bordlades texten i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Sedan det penningpolitiska mötet i september pekar indikatorer för euroområdet mot en något svagare utveckling. För USA ser läget något bättre ut. Sammantaget har ekonomin i omvärlden utvecklats svagt, men ungefär i linje med förväntan. På de finansiella marknaderna har oron avtagit något, bland annat till följd av åtgärder från ECB. Det svenska BNP-utfallet för andra kvartalet, mätt som säsongrensad kvartalsförändring, reviderades ned från 1,4 procent till 0,7 procent, samtidigt som indikatorer talar för en inbromsning under det tredje kvartalet. Tillväxten normaliseras dock under loppet av 2013. Sysselsättningen har ökat men antalet personer i arbetskraften har ökat ännu mer, och därför har arbetslösheten stigit marginellt. Indikatorer, till exempel varsel, tyder på en försvagad arbetsmarknad den närmaste tiden och arbetslösheten väntas stiga ytterligare. Återhämtningen på arbetsmarknaden väntas nu dröja lite längre och bli trögare, vilket bland annat hänger samman med att det finns tecken på att det blivit svårare för arbetssökande att hitta de lediga jobben. Inflationen, mätt med såväl KPI som KPIF, väntas bli lägre det närmaste året jämfört med bedömningen vid det senaste penningpolitiska mötet, vilket främst beror på lägre energipriser. Ett lägre inflationstryck och en högre arbetslöshet än väntat motiverar en lägre reporäntebana. Christina Nyman vid avdelningen för penningpolitik påpekade, under mötets gång, att Konjunkturinstitutets

barometerindikator för oktober föll till följd av att såväl hushåll som företag i samtliga sektorer blev mer pessimistiska.

§2. Diskussion om den ekonomiska utvecklingen

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att konstatera att nuläget och utsikterna ser sämre ut för världsekonomin och för den svenska ekonomin än tidigare. Både KPIF- och KPI-inflationen ligger betydligt under målet. I september var KPIF-inflationen 0,9 procent och KPI-inflationen 0,4 procent.

Arbetslösheten är mycket hög, 7,8 procent säsongjusterad i september, ökande, och betydligt över varje rimlig skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Jämfört med mittpunkten 6,25 procent i intervallet på 5-7,5 procent, som Riksbanken anser vara intervallet för en långsiktigt hållbar arbetslöshet, är arbetslöshetsgapet ungefär 1,6 procentenheter, motsvarande ungefär 80 000 arbetslösa. Som Svensson visade i ett appendix till Protokoll från penningpolitiskt möte den 3 juli finns det enligt hans mening starka skäl till att denna mittpunkt är en systematisk överskattning på cirka 0,75 procentenheter, eftersom den inte tagit hänsyn till att genomsnittlig inflation fallit under genomsnittliga inflationsförväntningar enligt Prosperas enkäter. Då blir 5,5 procent en bättre punktskattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Det skulle i så fall innebära att arbetslöshetsgapet är ungefär 2,3 procentenheter vilket motsvarar ungefär 115 000 arbetslösa. Sverige har nu i det närmaste lika hög arbetslöshet som USA, det vill säga 8,1 procent i augusti, och Storbritannien, det vill säga 8,0 procent i juni. Samtidigt finns det med Sverige jämförbara länder som har mycket lägre arbetslöshet, Tyskland 5,5 procent, Nederländerna 5,3 procent, Österrike 4,5 procent och Norge 3,0 procent.¹

Sammantaget är detta en mycket dålig måluppfyllelse, menade Svensson. Det hade varit bättre med en mer expansiv penningpolitik från sommaren 2010 och framåt istället för de räntehöjningar som då inleddes.

Varför är då penningpolitiken så stram, trots låg inflation och hög arbetslöshet, frågade Svensson. I det sammanhanget har Stefan Ingves i en debattartikel i Svenska Dagbladet och Per Jansson i en artikel på DN Debatt och i en intervju i DN uttryckt vad som rimligtvis måste tolkas som att penningpolitiken bör inriktas på att begränsa hushållens skuldsättning, det vill säga att styrräntan ska sättas med hänsyn till effekterna på bostadspriser och skuldsättning.

¹ OECD Main Economic Indicators.

Här hade Svensson en direkt fråga till Stefan Ingves och Per Jansson: Om hushållens skuldsättning inte skulle vara ett problem, skulle de då stödja en sänkning av reporäntan nu?

Om man menar att penningpolitiken ska inriktas på att begränsa hushållens skuldsättning är det två frågor man borde reda ut. För det första borde man kunna visa att hushållens skuldsättning är ett problem. För det andra borde man kunna visa att styrräntan och penningpolitiken är ett effektivt medel för att begränsa hushållens skuldsättning.

För att börja med den andra frågan. Då måste man fråga sig vilken effekt penningpolitiken har på hushållens skuldsättning. Eftersom bostadspriser och skuldsättning hänger ihop – hushållens skulder är huvudsakligen bolån och bolån står i en stabil relation till bostadspriserna – kan man fråga sig hur penningpolitiken påverkar bostadspriserna. Det är ett mycket väl genomforskat område och ett flertal olika forskningsuppsatser med olika angreppssätt och data från olika länder och tidsperioder ger liknande resultat, inklusive Riksbankens egen utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden som publicerades i april 2011.² Resultatet är följande: Att höja styrräntan för att pressa ner bostadspriserna har mycket höga realekonomiska kostnader, enligt Svenssons mening oacceptabelt höga kostnader. Varje procent som man vill minska bostadspriserna med medför ungefär 0,6 procent lägre BNP och 0,3 procentenheter högre arbetslöshet, vilket motsvarar ungefär 15 000 personer.

En procent lägre bostadspriser leder så småningom till minskad skuldsättning. Men eftersom även disponibel inkomst blir lägre så minskar skuldkvoten med mindre än 1 procent. Här ställde Svensson en ny fråga till Stefan Ingves och Per Jansson. Håller Ingves och Jansson med om dessa beräkningar, eller har de andra som de vill hålla fram?

En procent lägre bostadspriser kan inte rimligtvis påverka riskerna för den finansiella stabiliteten. Man kanske vill minska bostadspriserna med åtminstone 10 procent. Men då kostar det ungefär 6 procent lägre BNP och 3 procentenheter högre arbetslöshet, vilket motsvarar ungefär 150 000 fler arbetslösa.

Enligt Svensson är slutsatsen ganska uppenbar. Man bör inte använda styrräntan för att försöka påverka hushållens skuldsättning, om man anser att denna är ett problem. Det verkar helt enkelt inte gå att använda styrräntan och penningpolitiken för att märkbart påverka hushållens skuldsättning utan att åsidosätta mandatet om prisstabilitet och hög sysselsättning. Man bör istället använda andra mycket effektivare medel, som bolånetak, avdragsregler för bolåneräntor, skatter, kapitalkrav, riskvikter med mera. Dessa medel är mer riktade och har inte samma förödande reala kostnader. Enligt Finansinspektionens

² Assenmacher-Wesche, Katrin och Stefan Gerlach (2010), "Credit and Bubbles", *Economic Policy*, vol 25, s. 437-482; samt Claussen, Carl Andreas, Jonsson, Magnus och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av huspriserna i Sverige", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, april 2011, s. 67-95.

rapport om bolånemarknaden från mars 2012 har dessutom bolånetaket haft effekt, och belåningsgraden för nya bolån sjunker för första gången på många år.³

En mer principiell fråga uppstår på grund av att reala bostadspriser och skuldsättning i förhållande till disponibel inkomst är en del av realekonomin. Men penningpolitiken kan normalt inte påverka realekonomin på ett bestående sätt. Penningpolitiken är konjunkturpolitik, inte strukturpolitik, och har normalt reala effekter bara under begränsad tid. Penningpolitiken har normalt inga långsiktiga reala effekter.⁴ För långsiktiga reala effekter krävs strukturell politik, när det gäller hushållens skulder till exempel bolånetak, skatter, avdragsregler, kapitalkrav, riskvikter på bolån och makrotillsyn.

En helt annan fråga är den första frågan, om hushållens nuvarande skuldsättning överhuvudtaget innebär ett problem, det vill säga om skuldsättningsnivån är hållbar eller inte och om låntagarna och långgivarna – bankerna – har tillräcklig motståndskraft mot störningar. Det kan man säga mycket om, enligt Svensson, som nöjde sig med att notera att hushållen har mycket starka balansräkningar. Det kan man se i diagram 1. Hushållen har en skuld på omkring 170 procent av disponibel inkomst. Men de har totala tillgångar, exklusive kollektiva pensionsförsäkringar, på omkring 510 procent av disponibel inkomst, alltså tre gånger skulderna. Hushållens bruttosoliditet, det vill säga nettoförmögenhet i förhållande till totala tillgångar, är således ungefär 70 procent. Som jämförelse kan nämnas att enligt det nya regelverket Basel III ska bankerna ha en bruttosoliditet på minst 3 procent.

Det framgår också av diagram 1 att förhållandet mellan skulder och totala respektive reala tillgångar är stabilt och har ingen tydlig trend. Till detta kommer att hushållens kollektiva pensionstillgångar växer som andel av disponibel inkomst och är nu mer än 120 procent av disponibel inkomst. Dessa kollektiva tillgångar spelar förstås roll för betalningsförmågan även om de inte fritt kan disponeras av hushållen. Som vidare framgår av diagram 1 är hushållens sparkvot historiskt hög, vilket bidrar till en hållbar situation. Hushållens skulder används således inte till att finansiera konsumtion.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att konstatera att hon, liksom Svensson, ansåg att utsikterna för svensk ekonomi om något försämrats sedan mötet i september. Utvecklingen i euroområdet ser fortsatt svag ut och en återhämtning verkar låta vänta på sig. En del nya förslag och åtgärder för att hantera problemen i euroområdet har annonserats, som ECB:s program för stödköp av statsobligationer på andrahandsmarknaden, det vill säga OMT-programmet, förslaget om gemensam

³ "Den svenska bolånemarknaden", rapport från Finansinspektionen, 13 mars 2012.

⁴ Ett undantag är när genomsnittlig inflation under längre tid avviker från genomsnittliga inflationsförväntningar, se Svensson, Lars E.O. (2012), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", www.larseosvensson.net

banktillsyn och igångsättandet av stödfonden ESM. Hon menade att OMT-programmet nog har minskat riskerna för ett riktigt negativt scenario, men noterade att vi fortfarande inte har sett hur programmet kommer att fungera i praktiken eftersom inget land i dagsläget kvalificerar sig för att kunna ingå i det. Enligt Ekholm är det fortfarande för många saker som behöver komma på plats – och utformas på ett sätt så att det verkligen fungerar – för att den grundläggande osäkerhet som råder om utvecklingen i euroområdet ska försvinna eller minska på något substantiellt sätt.

I utkastet till den penningpolitiska rapporten bedöms återhämtningen i euroområdet gå något långsammare än i prognosen i den penningpolitiska uppföljningen från september, vilket Ekholm ansåg var rimligt. BNP-tillväxten är nedreviderad för 2013 och 2014 med några tiondelars procentenheter. Detta får konsekvenser för utsikterna för svensk ekonomi, som möter en svagare exportefterfrågan från euroområdet. Ekholm framhöll att det bland våra viktigaste exportmarknader bara är den norska som går riktigt bra. Där är det högt tryck i ekonomin med förhållandevis hög tillväxt och låg arbetslöshet. Inflationen är dock låg till följd av bland annat en stark valuta.

För bedömningen av vad som kan vara en lämplig penningpolitik för Sverige spelar, enligt Ekholm, som vanligt prognosen för de utländska styrräntorna en stor roll. I prognosen i utkast till penningpolitisk rapport har dessa räntor reviderats ned en del mot slutet av prognosperioden, bland annat till följd av att Federal Reserve kommunicerat att man väntas hålla styrräntan låg längre än vad man tidigare angett.

Ekholm menade vidare att i en liten öppen ekonomi som den svenska kan den inhemska styrräntan knappast avvika alltför mycket från omvärldens utan att det riskerar att påverka växelkursen på ett sätt som gör det svårt att uppfylla inflationsmålet. Inflationen i Sverige är liksom i Norge klart under inflationsmålet och i båda fallen är, enligt Ekholm, en förstärkning av valutan en viktig faktor för att så är fallet. Om valutan skulle fortsätta att stärkas skulle det bli svårt att komma upp till inflationsmålet.

Enligt prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten kommer det att ta ett bra tag innan inflationen i Sverige är uppe i 2 procent. Ekholm betonade att inget hindrar att inflationen avviker från målet under en begränsad tid givet den flexibla inflationsmålspolitik som Riksbanken bedriver. Men hon ansåg att det är olyckligt i ljuset av att den genomsnittliga inflationen sedan inflationsmålets införande ligger under 2 procent att denna tendens nu förstärks genom att inflationen kommer att ligga under målet tills in på 2014. Enligt Ekholm kan det leda till ett minskat förtroende för inflationsmålet. Ur den synvinkeln menade hon att de låga styrräntorna som vi förväntar oss i omvärlden lägger en restriktion på hur högt reporäntan kan sättas, åtminstone så länge penningpolitiken bedrivs utifrån ett inflationsmål.

Ekholm konstaterade att det, som tidigare, fanns en viss skillnad mellan prognosen för omvärldens styrräntor och marknadens förväntningar utifrån implicita terminräntor mot slutet av prognosperioden, vilket framgår av diagram 3. Till viss del handlar denna skillnad om att marknadsförväntningarna när det gäller den amerikanska styrräntan ligger lägre än medianprognosen hos ledamöterna i Federal Open Market Committee mot slutet av prognosperioden.⁵ Ekholm ansåg att det är motiverat att beakta den kommunikation som kommer från centralbanken och att en viss avvikelse mellan prognosen och marknadsförväntningarna därför är rimlig i detta fall. Hon var dock inte säker på att detta förklarar hela skillnaden mellan prognosen för omvärldsräntorna och marknadsförväntningarna, så eventuellt har styrränteprognosen även denna gång hamnat något högre mot slutet av prognosperioden än vad Ekholm egentligen skulle föredra. Men som vid de senaste tillfällena så ansåg Ekholm inte att denna avvikelse är tillräckligt stor för att ta avstånd från prognosen som sådan.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att förklara att han den här gången tänkte ägna sitt utrymme i denna del av diskussionen åt att beskriva hur han ser på riskbilden i omvärlden, med fokus på krisen i euroområdet. Den svenska ekonomin ville han diskutera under den penningpolitiska diskussionen då Jansson också avsåg att svara på de frågor Lars E.O. Svensson ställt till honom.

Jansson ville inledningsvis klargöra vad han menar med "risker" i detta sammanhang. Att det sker vissa bakslag i krishantering i euroområdet är oundvikligt. Men det är inte detta han menar med "risker". Istället menar han olika händelser som skulle kunna utgöra ett mer allvarligt hot mot hela krishanteringens fortskridande. Sådana händelser som måhända har låg sannolikhet att inträffa men som, om de ändå gör det, för med sig mycket stora och bekymmersamma konsekvenser. Det är händelser som knappast fångas i våra prognoser och det är kanske inte heller önskvärt att göra det, även om det innebär att prognoserna mer får karaktären av typvärden än väntevärden.

Jansson förklarade att hans kommentarer av dessa risker inte handlar om att han inte kan ställa sig bakom prognosen för omvärlden i utkastet till penningpolitisk rapport. Istället handlar det om att han av olika skäl känner ett behov av att tydliggöra sin egen syn på riskbilden. Ett skäl är att vissa kommentarer under senare tid tycks gå ut på att det värsta i eurokrisen nu är över. Ett annat skäl är att den syn man har på riskerna, även om de inte fångas i prognoserna, spelar roll för den beredskap man behöver ha att agera i den ekonomiska politiken. Om krisen i euroområdet skulle eskalera på ett mer dramatiskt sätt ändras utgångspunkten både för penningpolitiken och för den svenska ekonomiska politiken i övrigt.

⁵ Federal Open Market Committee är den amerikanska centralbankens penningpolitiska kommitté som bland annat beslutar om styrräntan i USA.

Jansson förklarade att han ju självklart inte vill "måla fan på väggen" men att han tyvärr inte kan dela synen att de mer allvarliga riskerna nu skulle ha minskat. De som förfäktar synen att riskerna har minskat hänvisar gärna till marknadsutvecklingen för olika finansiella variabler. Han höll förstås med om att denna under senare tid sett lite bättre ut än tidigare. Men det är viktigt att ha klart för sig att marknadsutvecklingen i ganska hög grad påverkats av de mycket omfattande interventionerna som gjorts. Det gör att man i dagsläget, så som han ser det, inte på ett tydligt sätt i denna kan läsa av hur riskbilden egentligen ser ut.

Det finns ett flertal saker som man idag kan känna stor oro för och som, om det vill sig illa, snabbt och drastiskt skulle kunna ändra de för dagen mer positiva tongångarna.

För det första är de pågående förhandlingarna om den så kallade bankunionen förknippade med betydande svårigheter. Förväntningarna är uppskruvade och det finns, enligt Jansson, betydande risker för besvikelser. På Europeiska rådets möte förra veckan konkretiserades tidsplanen något. Det kanske är ett visst framsteg men en stor mängd svåra frågor återstår. Det som i sammanhanget späder på oron är att framsteg när det gäller bankunionens tillsynsdel av många har setts som en förutsättning för att kunna gå vidare med det spanska bankstödet. Frågetecknen kring hur och om detta kan ske är i dagsläget många. Under alla omständigheter så innebär den nuvarande tidsplanen att bankunionens tillsynsdel torde vara på plats tidigast under andra halvåret av 2013. Det gör att det även i mer optimistiska scenarion vad gäller möjligheten att direkt tillföra kapital till spanska banker med ESM kommer att ta väldigt lång tid innan stödet är genomfört.

För det andra står Spanien inför ytterligare utmaningar utöver bankstödet eventuella beroende av framsteg med bankunionen. Kapitalbehovet när det gäller bankerna är mycket stort och fortfarande föremål för diskussion. Siffrorna varierar från cirka 50 miljarder euro upp till långt över 100 miljarder euro. Även om det idag inte går att säga exakt hur stort behovet är så kommer det alltså att röra sig om ett extremt stort belopp. När kapitaltillskottet är så stort uppstår också viktiga frågeställningar om ägarförhållandena i samband med genomförandet av stödet. Denna aspekt får inte underskattas om stödet ska bli ändamålsenligt och effektivt. Till bankproblemen kommer sedan också att allt fler regioner i Spanien fått problem med sin finansiella ställning.

För det tredje är problemen i den grekiska ekonomin långt ifrån lösta. Visserligen menar många nu att ytterligare en stödbetalning kommer att kunna genomföras i november. Eurogruppen ska inom kort ta ställning till detta på basis av den trojkarapport som upprättats. Men även om detta skulle gå vägen kvarstår faktumet att den grekiska krisanteringen är mycket besvärlig och att det är svårt för landet att leva upp till de åtaganden man gjort. Frågan är vilka ytterligare lättnader som kommer att behövas och i vilken utsträckning långivarna går med på dessa. Detta är frågor som vi tyvärr troligen behöver återkomma till många gånger innan den grekiska ekonomin står på egna fötter

igen. En betalningsinställelse och ett eventuellt utträde ur eurosamarbetet är inte sannolikt i närtid men riskerna för en mer oordnad utveckling kvarstår dessvärre.

Med andra ord kvarstår flera stora risker som mycket snabbt och drastiskt kan göra att vi befinner oss i en betydligt mer bekymmersam situation, framhöll Jansson. Detta innebär som sagt inte att Jansson gör en annan omvärldsprognos än den som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Men riskerna understryker att det är viktigt att ha beredskap att agera i den ekonomiska politiken. Mot den bakgrunden är det bra att både penningpolitiken och finanspolitiken i Sverige har ett visst utrymme kvar att agera. Jansson påpekade sedan att han som sagt återkommer i den penningpolitiska diskussionen till hur han ser på den svenska ekonomin.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att konstatera att hon i stort delar bedömningen över den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige såsom den redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Utvecklingen i omvärlden bedöms nu bli något svagare än vad Riksbanken räknade med i den penningpolitiska uppföljningen i september. Globalt sker en viss avmattning i år och nästa år men vi räknar fortfarande med en återhämtning under prognosperioden. I USA sker fortsatt en viss återhämtning. Det råder dock osäkerhet om hur finanspolitiken där ska utformas 2013 och svaret kommer sannolikt först efter valen i november. Amerikanska hushåll genomgår en skuldanpassningsprocess vilket påverkar efterfrågan i amerikansk ekonomi. Det finns dock tecken på en återhämtning på bostadsmarknaden vilket väntas ge ett positivt bidrag till tillväxten längre fram.

Tillväxten i BRIC-länderna försvagas i år men bedöms bidra till återhämtningen i världsekonomin under prognosperioden.

I euroområdet är utvecklingen svag. Det kommer att dämpa den svenska tillväxten under det närmaste året. Andra viktiga svenska exportmarknader som utvecklas svagt är Storbritannien och Danmark medan Norge går betydligt bättre.

af Jochnick menade vidare att prognosen i den penningpolitiska rapporten utgår ifrån att krisen i euroområdet kommer att hanteras och gradvis lättas. Det finns också vissa tecken på en stabilisering på de finansiella marknaderna. Förslaget om stöd till spanska banksektorn, förslaget om inrättande av en bankunion och ECB:s beslut i september om ett nytt stödprogram för statsobligationer förefaller ha lugnat marknaderna. De förslag som nu diskuteras kommer, om de införs på ett bra sätt, att främja stabiliteten inom eurozonen i ett längre perspektiv. Det viktiga som återstår är att omsätta dessa förslag i praktiken och säkerställa att trovärdighet uppnås runt de olika åtgärderna. Det är dock för tidigt att blåsa faran över. Om Europa lyckas genomföra det som nu finns på bordet kan en vändning skönjas i den pågående krisen. En vändning innebär inte att vi omedelbart har ett normalläge igen. En vändning innebär snarare att fokus för EU kan flyttas från att

lösa den akuta krisen till att utveckla mer långsiktigt hållbara lösningar för det finansiella systemet, de offentliga finanserna och för att återskapa konkurrenskraft i krisländerna.

Vad gäller utvecklingen i Sverige har efterfrågeläget varit ganska bra under första halvåret men nu finns tecken på att tillväxten dämpas till följd av försvagningen i omvärlden.

Nedgången berör särskilt investeringsvaror som utgör en stor del av svensk export.

Osäkerheten i omvärlden gör också att konsumtionen ökar litet långsammare än normalt.

Stigande arbetslöshet hör också till bilden, men det beror främst på att fler personer har sökt sig till arbetskraften. Det är därför viktigt att notera att problemen på arbetsmarknaden i hög grad är av strukturell karaktär, vilket framgår av en fördjupningsruta i rapporten. De strukturella problemen handlar bland annat om möjligheten att hitta arbete för nya grupper som tillkommer i arbetskraften, matchningen mellan lediga platser och arbetssökande samt hur flexibel lönebildningen är.

af Jochnick framhöll sedan att penningpolitiken ska avvägas för att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin. När det gäller penningpolitikens möjligheter att påverka till exempel arbetsmarknaden så kan penningpolitiken, enligt af Jochnick, endast påverka den del av arbetslösheten som är av cyklisk karaktär. Däremot kan den inte användas för att åtgärda strukturella problem på arbetsmarknaden. Andra policyinsatser krävs för att förbättra matchningen på arbetsmarknaden.

Flera faktorer har bidragit till att inflationen är låg nu: låg ökningstakt i arbetskostnaderna per producerad enhet, den förstärkning av kronan som vi sett samt lågt resursutnyttjande. Under nästa år bedöms dock inflationen stiga gradvis. Det beror på att resursutnyttjandet stiger och lönerna ökar snabbare. Dessutom minskar kronans dämpande effekt på importpriserna. af Jochnick avsåg att återkomma till den penningpolitiska bedömning, som ligger till grund för denna prognos.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att understryka att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Det är inte stora förändringar jämfört med den penningpolitiska bedömningen i september. Mötena ligger ju också nära inpå varandra, egentligen kanske för nära. Vi ser en fortsatt återhämtning i USA, där bostadsmarknaden förbättras gradvis. Osäkerheten om finanspolitiken är dock stor åtminstone fram till valen i november. Den utdraget svaga utvecklingen i euroområdet kommer att dämpa den svenska exporten under det närmaste året. På andra viktiga exportmarknader är utsikterna blandade. Norge har utvecklats starkt. Danmark och Storbritannien har utvecklats betydligt svagare. Liksom Sverige bör de dock gynnas om återhämtningen i euroområdet kommer igång. I flera tillväxtländer har realekonomin dämpats i år men de väntas ändå understödja den globala tillväxten under prognosperioden. Det här summerar till en svag, men inte exceptionellt svag, konjunkturutveckling i omvärlden.

Ingves konstaterade att prognosen baseras på antagandet att krisen i euroområdet hanteras och att osäkerheten gradvis avtar under nästa år. Det är tyvärr fortfarande oklart hur kostnaderna för rekonstruktion av banker i krisländerna kommer att fördelas och hur rekonstruktionerna ska gå till. Men de tekniska lösningarna bör inte påverka den svenska ekonomin i allmänhet. För svensk ekonomi är det viktigt att lösningar kommer till stånd och att osäkerheten reduceras.

Det är i detta sammanhang värt att notera att ECB:s program för stödköp av statsobligationer på andrahandsmarknaden förutsätter att ett antal åtgärder vidtas av berörda länder och så här långt har det varit mera ord än handling.

Det är inte lätt att göra prognoser mot den här bakgrunden. Världen förefaller nu uppföra sig annorlunda än under "The Great Moderation", då tillväxten var god och inflationen låg. Nu tycks realekonomin i omvärlden vara mer volatil samtidigt som den genomsnittliga tillväxten är lägre än före krisen. Utvecklingen i euroområdet är ett exempel. Trots svagt resursutnyttjande dras inflationen där nu upp av höjda indirekta skatter och mat- och energipriser. Vi får räkna med att prognoserna ibland slår fel, menade Ingves.

Hittills har den svenska ekonomin visat motståndskraft under krisen i omvärlden, vilket bland annat påpekats av IMF. Det finanspolitiska regelverket har fungerat väl och bidragit till finanspolitiskt manöverutrymme. Med rörlig växelkurs och inflationsmål har också den normala penningpolitiken spelat en central roll, liksom de extraordinära penningpolitiska åtgärder som Riksbanken vidtog tidigare. Såvitt Ingves kunde bedöma kommer också stabiliteten att bestå då Sverige fortsättningsvis bland annat kommer att ha ett stabilt bytesbalansöverskott.

Den svaga utvecklingen i omvärlden dämpar dock nu den svenska tillväxten. Men när efterfrågan så småningom ökar i omvärlden ökar också svensk export och tillväxt.

Bostadsinvesteringarna i Sverige är svaga och har också varit det i ett längre perspektiv. Det har delvis handlat om en lång anpassningsprocess efter den svenska 90-talskrisen. I den mån utbudet hämmas av mer strukturella faktorer som bristande konkurrens och byggrestriktioner är det en fråga som behöver hanteras av andra policyområden än penningpolitiken.

Ingves framhöll sedan att arbetslösheten har ökat, trots att sysselsättningen utvecklats litet bättre än väntat. Det beror på att fler personer har sökt sig till arbetskraften än som blivit sysselsatta. Det finns också tecken på en sämre matchning på arbetsmarknaden. De grupper med lägre sysselsättningsgrad har ökat som andel av arbetskraften.

En central fråga gäller synen på arbetsmarknadens roll för penningpolitiken. I den mån den ökade arbetslösheten beror på ett svagare efterfrågeläge utgör den ett motiv till en

stimulerande penningpolitik. Men i den mån matchningen på arbetsmarknaden fungerar sämre behövs insatser på andra områden. Penningpolitiken kan inte förbättra matchningen på arbetsmarknaden.

Sammantaget bedöms resursutnyttjandet vara svagare än normalt men inte lika extremt som under 2008. Vi är nu inne i en mer normal konjunktursvacka. Tillsammans med förstärkningen av kronan, långsamt ökande lönekostnader och fallande energipriser har det bidragit till att inflationstrycket är lågt just nu. Inflationsprognosen är nedreviderad, främst gäller det för det närmaste året.

Ökningstakten för utlåningen till hushållen har stabiliserats och bedöms någorlunda motsvara inkomstökningen framöver. Både penningpolitiken och bolånetaket har spelat en roll för att lugna ned utlåningen till hushållen. Det är viktigt att hushållens skuldsättningsgrad inte ökar ytterligare. Skuldfrågan kräver konstant uppsikt, enligt Ingves.

Som en kommentar till Lars E.O. Svenssons inlägg påpekade Ingves att penningpolitiken, liksom finanspolitiken, tenderar att bli för närsynt emellanåt. Ingves framhöll att en ohållbar uppbyggnad av skulder på sikt kan resultera i en hög arbetslöshet och en inflation under målet. Han påpekade vidare att man måste fråga sig vad som är en lämplig kombination av penningpolitik och regleringar. Regleringar kan i vissa fall fungera som ett alternativ till att höja reporäntan och det bör genomföras en mer utförlig analys av vad som är en lämplig kombination av penningpolitik och regleringar. Lämpliga åtgärder har tidigare diskuterats men ännu inte vidtagits.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att återknyta till den närsynthet i penningpolitiken som Ingves hänvisade till. Wickman-Parak menade att det också är lätt att bli närsynt när det gäller konjunkturbedömning. Ett exempel på detta är finanskrisen 2008 där många avfärdade tecken på en vändning i konjunkturen som tillfälligheter.

Den här hösten går både euroområdet och USA igenom ett kritiskt politiskt skede. Budgetproblemen i USA har tidigare hamnat i skuggan för händelserna i euroområdet men börjar nu få allt större uppmärksamhet.

Wickman-Parak tog sedan upp att ett viktigt antagande för prognosen nu liksom tidigare är att man klarar av att hantera eurokrisen. Situationen för Grekland och Spanien är fortfarande osäker men på andra plan har åtgärder vidtagits som åtminstone inte minskar realismen i detta antagande. Sedan kan tillfälliga bakslag uppstå i den här typen av processer där nationella intressen måste brytas mot varandra. Som Jansson var inne på finns det en risk för att det inte stannar vid det utan vi får en ny rejäl kris, hävdade Wickman-Parak. I så fall ändras förutsättningarna för penningpolitiken drastiskt och i ett sådant krisläge kan exempelvis de svenska bankerna återigen drabbas av svårigheter med sin utländska finansiering.

I euroområdet syns en viss stabilisering av till exempel industriproduktionen medan hushållen och företagen har blivit allt mer pessimistiska om framtiden. Även i kärnländer som till exempel Tyskland och Frankrike har förtroendet fallit till låga nivåer. I utkastet till den penningpolitiska rapporten beräknas återhämtningen i euroområdet bli ytterligare något långsammare än vad som tidigare förutsågs.

I USA visar utfall och indikatorer att ekonomin fortsätter att växa i modest takt. Om något så har statistiken i de flesta fall överraskat positivt. På bostadsmarknaden pekar alla indikatorer åt rätt håll. Lagren av osålda hus har till exempel betats av till normala nivåer och försäljningstiderna ligger under det historiska genomsnittet. Konsumentförtroendet har också börjat återhämta sig från låga nivåer. Wickman-Parak höll med af Jochnick om att de amerikanska hushållen har behov av en skuldanpassning men menade att det samtidigt är viktigt att understryka att hushållen redan har kommit en god bit på väg i den anpassningen. Arbetsmarknaden rör sig åt rätt håll även om det går långsamt. Ett viktigt antagande i prognosen är att demokrater och republikaner lyckas arbeta fram en budgetkompromiss så att inte automatiska åtstramningar utlöses efter årsskiftet.

Vissa nedjusteringar för tillväxtländernas BNP-tillväxt har också gjorts sedan den penningpolitiska uppföljningen i september och sammantaget innebär prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten att världstillväxten justerats ner med ett par tiondels procent i år och de kommande åren. Wickman-Parak förklarade att hon ställer sig bakom prognosen men vill tillägga att hon kan tänka sig att tillväxten i USA kan bli högre om man lyckas lösa budgetproblemen. Det skulle få effekter på euroområdet och världen i stort. Prognosen för euroområdet är allt annat än ljus, speciellt för nästa år. Men många länder har goda förutsättningar att växa när förtroendet återkommer och den globala efterfrågan stiger. Skulle det inte vara för de stora politiska riskerna som finns i både USA och euroområdet vore Wickman-Parak benägen att förordna en högre tillväxtbana för omvärlden nästa år. Men vi är i ett kritiskt skede för närvarande och förhoppningsvis kan vi se lite tydligare vart det bär hän framåt vintern.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har SCB reviderat ned den svenska tillväxten för andra kvartalet. Det kom inte som någon överraskning även om nedrevideringen kanske blev oväntat stor. Det var framför allt exporten som reviderats ned och orderingång och andra indikatorer pekar mot en svag utveckling de närmaste kvartalen. Men även efter revideringen har den svenska ekonomin visat på god motståndskraft; den inhemska efterfrågan har vuxit i ganska god takt. Nedrevideringen av prognosen för tillväxten i år, från 1,5 till 0,9 procent, beror främst på det svagare andra kvartalet. Däremot är vår konjunkturbild från nästa år och framåt ungefär densamma som i den penningpolitiska uppföljningen.

Om tillväxten i omvärlden blir som vi förutser är förutsättningar för en återhämtning av svensk tillväxt gynnsamma. Det osäkra läget har lett till uppskjutna investeringar i omvärlden och när de kommer igång gynnas Sverige av sin exportsammansättning med

en stor andel investeringsvaror. Länderna i norra Europa borde också vara de som har störst möjlighet att växa och där gynnas Sverige av den geografiska fördelningen av exporten. Den svenska industrin har idag en låg investeringskvot och relativt högt kapacitetsutnyttjande. När exportefterfrågan stärks bör de svenska investeringarna kunna öka relativt snabbt. Därtill bedöms hushållen få en relativt god inkomstutveckling framöver och har i dagsläget ett högt sparande. Det innebär att det finns goda förutsättningar för ökad konsumtion och en återhämtning i svensk ekonomi.

Sysselsättningen har blivit något starkare än vad som förutsågs i den penningpolitiska uppföljningen i september. Men eftersom utbudet av arbetskraft ökat än mer så har arbetslösheten blivit marginellt högre tredje kvartalet. Även framöver väntas arbetslösheten fortsätta uppåt, dels till följd av en viss nedjustering av sysselsättningen, dels på grund av en upprevidering av arbetskraftsutbudet. Antalet varsel har stigit sedan sommaren. Ökningen är långt mindre dramatisk än under 2009 men takten har accelererat den senaste tiden. Den utdragna perioden av osäkerhet om konjunkturen, framförallt i euroområdet, påverkar säkert. Det här kan förvärras om tecknen på en återhämtning i omvärlden låter vänta på sig. Det är viktigt att noga följa denna utveckling framöver, menade Wickman-Parak. Men man ska komma ihåg att lagda varsel inte är det samma som effektuerade varsel. Det lärde vi oss inte minst i samband med finanskrisen.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** kommenterade därefter Stefan Ingves och Kerstin af Jochnicks inlägg om den försämrade matchningen på arbetsmarknaden och att aggregerad efterfrågan och penningpolitiken inte kan påverka den. För denna fråga är diskussionen i Finanspolitiska rådets rapport för 2012 relevant.⁶ Där visas att matchningen för både erfaren och oerfaren arbetskraft är konjunkturkänslig och förbättras med arbetsmarknadsläget. Den är dock mer konjunkturkänslig för oerfaren arbetskraft. Det betyder att om efterfrågan på arbetskraft ökar förbättras matchningen mest för oerfaren arbetskraft. Konjunkturen och därmed penningpolitiken spelar således roll för arbetsmarknadens funktionssätt och en mer expansiv penningpolitik som leder till större efterfrågan på arbetskraft förbättrar matchningen mest för utsatta grupper. Det är inte så konstigt. Det är ju de utsatta grupperna som är mest konjunktur känsliga, som avskedas först och anställs sist. Ska de få jobb och arbetserfarenhet och få nya jobb i framtiden krävs en extra expansiv penningpolitik.

Svensson kommenterade sedan Stefan Ingves inlägg om strukturella och långsiktiga effekter av penningpolitiken. Som Svensson tidigare nämnt är hushållens bruttosoliditet, det vill säga förhållandet mellan nettoförmögenhet och totala tillgångar, hög och stabil, omkring 70 procent. Skulder och tillgångar står således i proportion till varandra. Om nu samhället blir rikare över tiden och kapital och tillgångar stiger i förhållande till

⁶ Finanspolitiska rådet (2012), Svensk Finanspolitik, Finanspolitiska rådets rapport 2012, kapitel 5.

disponibel inkomst, som ju till övervägande del är löner, är det också naturligt att skulderna stiger i förhållande till disponibel inkomst. Om man nu anser att skulderna är för höga i förhållande till disponibel inkomst och önskar pressa ner dessa, givet att skulderna står i proportion till tillgångar och förmögenhet, innebär det att man också ska försöka pressa ner hushållens tillgångar och förmögenheter? Kan penningpolitiken göra detta, frågade Svensson.

Vice riksbankschef **Per Jansson** kommenterade sedan Lars E.O. Svenssons resonemang om arbetslösheten bland "erfarna och oerfarna". Om man ska få ner arbetslösheten mer rejält handlar det ju inte om att parera små variationer i sysselsättningen bland dem med svagare anknytning till arbetsmarknaden. För drygt ett år sedan fanns en fördjupningsruta i den penningpolitiska rapporten som visade att det måste ställas mycket höga krav på den svenska arbetsmarknaden om arbetslösheten ska kunna komma ner under 6 procent.⁷ Det innebär bland annat att arbetslösheten bland unga personer måste minska betydligt i förhållande till dagens nivåer. Jansson menade vidare att det också är viktigt att i denna diskussion betona att ingen har hävdats att det inte finns några konjunkturella inslag i utvecklingen. Men det är inte detta den grundläggande frågan handlar om. OECD har noggrant gått igenom problemen på den svenska arbetsmarknaden och nämnde vid sitt besök nyligen i Sverige överhuvudtaget inte räntan eller penningpolitiken i detta sammanhang.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** framhöll sedan, apropå Per Janssons inlägg, att han främst talat om effekterna på matchningen av en mer expansiv penningpolitik.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** höll med om att det finns konjunkturella inslag i arbetslösheten som penningpolitiken kan påverka. Många av de som är inskrivna vid Arbetsförmedlingen kan enligt Arbetsförmedlingen klassificeras som "utsatta". Andelen utsatta har ökat med tio procentenheter sedan mitten av 2000-talet. Samtidigt kan det vara så att efterfrågan på enklare jobb inte återkommer. Som en kommentar till Lars E.O. Svenssons inlägg om bruttosoliditet framhöll Wickman-Parak att hushållens soliditet visserligen för tillfället är god, men att de amerikanska hushållens soliditet strax innan finanskrisen 2008 också var god. En god soliditet är således ingen garanti för att hushållen inte kan få problem längre fram.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att penningpolitikens roll när det gäller att påverka arbetslösheten är en mycket viktig fråga som det finns anledning att utreda närmare. Det har visserligen gjorts en hel del analyser, bland annat fördjupningsrutan om matchningen på arbetsmarknaden i utkastet till den penningpolitiska rapporten. När en större andel av de arbetslösa består av grupper som har svag ställning på

⁷ Se fördjupningen "Låg arbetslöshet – en utmaning", PPR juli 2011.

arbetsmarknaden och därför högre arbetslöshetsrisk så driver det förstås upp den genomsnittliga arbetslösheten, vilket framgår av rutan. Ekholm höll dock med Lars E.O. Svensson om att det finns en del som tyder på att arbetslösheten för dessa grupper är särskilt känslig för efterfrågetrycket och att penningpolitiken därför kan ha en viktig roll att spela när det gäller att få ner arbetslösheten för dessa grupper. Ekholms tolkning var att en del av de arbetsmarknadsreformer som genomförts under senare tid lett till att grupper med svag ställning på arbetsmarknaden i större utsträckning kommit in i arbetskraften. För att de ska stanna kvar i arbetskraften är det viktigt att de kommer in i sysselsättning, vilket inte är så lätt när konjunkturen viker till följd av en svagare utveckling i omvärlden. Om de faller ur arbetskraften kommer arbetslösheten minska av det skälet. Penningpolitiken skulle då kunna framstå som framgångsrik, trots att en sådan utveckling skulle vara mycket negativ för svensk ekonomi. Det är viktigt att penningpolitiken gör sitt för att bidra till att dessa grupper kommer in i sysselsättning och stannar kvar i arbetskraften. Men det är förstås viktigt att klargöra vilka förväntningar man rimligen kan ha på penningpolitiken på detta område. Ekholm menade att man bör undvika att skapa förväntningar om något som penningpolitiken inte har möjlighet att åstadkomma.

Riksbankschef **Stefan Ingves** kommenterade Lars E.O. Svenssons inlägg om att hushållens förmögenhet är relativt hög med att konstatera att hushållen betalar räntor och amorteringar från sin löpande inkomst eller kassaflöde. Det är kassaflödet som i huvudsak påverkar den aggregerade efterfrågan snarare än hur förmögen man är på pappret. En högre skuldsättning med högre ränteutgifter och amorteringar som följd påverkar därmed den allmänna efterfrågan negativt.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** påpekade med anledning av Stefan Ingves inlägg om hushållens räntebetalningar att dessa räntebetalningar förstås är viktiga när det gäller att bedöma om hushållens skuldsättning är på en hållbar nivå. Det är samma typ av beräkning som används när det gäller att avgöra om statens skuldsättning är på en hållbar nivå, det vill säga den vanliga skuldekvationen. För hushållen gäller då att först precisera en hållbar bolåneränta efter skatt. Högt räknat kan den vara 5 procent. En långsiktig nivå på reporäntan på 4 procent plus en hög spread på 3 procentenheter ger en bolåneränta före skatt på 7 procent, efter skatt ungefär 5 procent.⁸ Från detta ska dras en skattning av hållbar tillväxt av disponibel inkomst, säg 4 procent – summan av 2 procent realt och 2 procent inflation. Kvar får vi 1 procent. För att hålla skuldkvoten på en konstant nivå på 170 procent av disponibel inkomst ska alltså hushållen tillsammans som nettoräntebetalning betala 1 procent av 170 procent av disponibel inkomst, det vill säga 1,7 procent av disponibel inkomst. Hushåll som äger sin bostad slipper betala hyra, som kan uppgå till 20 procent av disponibel inkomst, och får betala avgift till bostadsrättsförening eller kommunala avgifter för vatten och sophämtning med mera,

⁸ Vid en skatt på 30 procent på kapitalinkomster ges bolåneräntan efter skatt av $(1-0,3)*7=4,9$ procent.

men dessa utgifter blir bra mycket mindre än 20 procent av den disponibla inkomsten. Detta stöder, enligt Svensson, att 170 procent av disponibel inkomst kan vara en långsiktigt hållbar nivå.

Förutom att bedöma om hushållens skuldsättning är långsiktigt hållbar gäller det också att bedöma om hushållen har tillräcklig motståndskraft mot störningar. Svensson ansåg att Finansinspektionens bolånerapport från mars 2012 är den bästa kunskapskällan.⁹ Där visas att de nya bolånetagarna, som ju är de mest sårbara, klarar mycket krävande stresstest och således har stor motståndskraft mot störningar. Dessutom har vi ju haft stresstester i realtid. Finanskrisen 2008-2009 drabbade hushållen i Sverige genom ett stort fall i export och BNP och en snabbt ökande arbetslöshet. Nu har eurokrisen inneburit ett nytt stresstest. Detta stresstest har de svenska bolånetagarna också klarat mycket bra, menade Svensson.

§3. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förespråkade en betydligt lägre reporäntebana än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Liksom vid förra mötet ansåg Svensson att prognoserna för utländska styrräntor och omvärldens tillväxt ligger för högt och att en lägre reporäntebana i Sverige leder till en högre KPIF-inflation närmare målet och en lägre arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå och därigenom en bättre avvägd penningpolitik.

Svensson tolkar Riksbankslagen och dess förarbeten så 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.

Även om man skulle acceptera antagandena i utkastet till rapporten om tillväxten i omvärlden och högre framtida utländska styrräntor ger en lägre reporäntebana än i huvudscenariot bättre måluppfyllelse för KPIF-inflation och arbetslöshet. Det framgår tydligt i diagram 2, som visar huvudscenariot och prognoser för alternativa räntebanor, de senare 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. Slutsatsen gäller oavsett om man mäter arbetslöshetsgapet mot 6,25 eller 5,5 procents långsiktigt hållbar arbetslöshet.

Utländska terminsräntor, som representeras av den grå linjen i diagram 3, är enligt Svensson en mer realistisk prognos för utländska styrräntor i nuläget. Det ger argument för en betydligt lägre reporäntebana. Det framgår av diagram 4. Under antagande om utländska styrräntor enligt terminsräntor visar den KPIF- och arbetslöshetsprognosen för

⁹ "Den svenska bolånemarknaden", rapport från Finansinspektionen, 13 mars 2012.

huvudscenariots räntebana och två lägre räntebanor. Lägre utländska styrräntor enligt terminsräntorna ger allt annat lika en större räntedifferens mellan räntebanan och utländska räntor, en starkare krona, en lägre inflation, en lägre export och en högre arbetslöshet, vilket framgår av diagram 4.

De lägre räntebanorna i diagram 4 leder till klart bättre måluppfyllelse. Man kan fråga sig vilken av de lägre räntebanorna som leder till bäst måluppfyllelse, den som går ned på nivån 0,75 procent eller den som går ner på nivån 0,50 procent. Beräkningarna av motsvarande prognoser för KPIF-inflation och arbetslöshet är förstås osäkra. Det är möjligt att inflationsprognoserna är en överskattning och ligger för högt. Det kan också hända att arbetslöshetprognoserna är för optimistiska och ligger för lågt – att det är svårare att få ner arbetslösheten. Det talar i så fall för den lägre reporäntebanan. Den innebär också att ta höjd för nedåtrisker som inte tillräckligt kommit med i bedömningen i rapporten. Den lägre banan ligger fortfarande över förväntade korta räntor i euroområdet och USA.

Eftersom reporäntan nu inte är så långt från noll och det finns betydande nedåtrisker i den ekonomiska utvecklingen finns en positiv sannolikhet för att läget försämras så mycket att reporäntan framöver kan behöva sänkas så mycket att nollränterestriktionen binder, det vill säga att man skulle vilja sänka räntan under noll om det var möjligt. I ett sådant läge kan man fråga sig om man ska vänta med räntesänkningar och spara på krutet för att kunna sänka senare om det behövs, eller om man ska sänka redan nu. Svaret från ett antal teoretiska och empiriska forskningsuppsatser om denna fråga är entydigt att det är bättre att sänka mer och tidigare än att vänta. Då får räntesänkningen verka under längre tid och risken minskar att nollränterestriktionen kommer att binda i framtiden. Ekonomin utvecklas då i genomsnitt bättre. Om läget förbättras längre fram kan räntan höjas igen. Detta resonemang stöder den lägre räntebanan i diagram 4.

Mot bakgrund av detta förordade Svensson en sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,75 procent vid dagens möte och sedan en räntebana på 0,5 procent från och med första kvartalet 2013 till och med första kvartalet 2014 och sedan en uppgång till 1,5 procent vid prognosperiodens slut.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att konstatera att inflationen ligger under målet och att arbetslösheten är hög och enligt flera bedömare bör då reporäntan sänkas. De två första konstaterandena är enkla att verifiera. Den penningpolitiska responsen på dessa förhållanden är, enligt Wickman-Parak, däremot vare sig enkel eller självklar.

Det är naturligt att den penningpolitiska debatten intensifieras inför de penningpolitiska mötena. Mest genomslag får propåerna om en förändring av reporäntan. Så är det även denna gång då sänkt reporänta förespråkas av många. Wickman-Parak har stor respekt för att man kan komma fram till den bedömningen. Men en aspekt som tenderar att falla

bort är att reporäntan redan är mycket låg och att Riksbanken redan i september förutsåg att den skulle förbli låg ett bra tag och att realräntan skulle förbli negativ till en bit in på 2014.

Under de veckor som gått sedan det förra räntemötet har inget dramatiskt skett när det gäller utsikterna för svensk ekonomi. Den inbromsning som vi nu ser förutsågs redan vid det förra penningpolitiska mötet. Det var ett av skälen till att reporäntan sänktes trots den höga tillväxt för andra kvartalet som statistiken då utvisade.

När det gäller inflationen är det viktigt att analysera varifrån vi kommer och vart det hela är på väg. Att inflationen är låg beror framför allt på att arbetskostnaderna ökat svagt de senaste åren och på en tidigare förstärkning av kronan. Nu ökar de förra samtidigt som kronan beräknas vara ganska stabil. Visserligen har inflationen justerats ned en del det kommande året men det beror främst på tillfälligt lägre energipriser. Det väsentliga är prognosen som pekar mot att inflationen är i linje med inflationsmålet i början av 2014. Att inflationen är låg i närtid är svårt att göra något åt givet att penningpolitiken verkar med eftersläpning. Med något lägre ränta skulle utdelningen i form av högre inflation bli marginell; 0,1 procentenheter för i år och nästa år, vilket framgår av räkneexemplet i kapitel 2 i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Det skulle således krävas en stor räntesänkning för att komma åt den låga inflationen i närtid men det skulle riskera att man skjuter över målet längre fram.

Hittills har sysselsättningen blivit något starkare än väntat men indikatorerna visar på att den nu mattas av vilket Riksbanken också räknade med vid det förra räntemötet. Men ökningen beräknas nu bli något lägre och återhämtningen något trögare. Det här beror främst på bedömningen att det kommer att ta längre tid för arbetsökande att hitta jobb. En instruktiv ruta i rapporten ger flera indikationer på att matchningseffektiviteten försämrats efter krisen. Den här typen av problem kan inte reporäntan rå på.

Det finns dock skäl till att justera ned reporäntebanan något. Det är främst utvecklingen på arbetsmarknaden som motiverar en sänkning av reporäntebanan. Även om uppjusteringen av arbetslösheten främst beror på strukturella faktorer så finns även konjunkturella inslag. Genom att förskjuta höjningar av reporäntan framåt i tiden och låta räntan vara lägre hela prognosperioden kan man bidra till att mildra dessa effekter. Att omvärldsräntorna nu beräknas bli något lägre och att en oförändrad svensk räntebana då skulle kunna påverka kronan och inflationen har också haft en viss betydelse för detta beslut. Med tanke på den stora osäkerhet som finns om världskonjunkturen är en räntesänkning mer sannolik än en räntehöjning i vinter vilket framgår av räntebanan.

Reporäntebanan bedöms vara förenlig med att hushållens skuldkvot slutar öka och ligger ungefär oförändrad de närmaste åren. Hur det går med det har vi all anledning att följa. Inte för att det föreligger några omedelbara risker för den finansiella stabiliteten utan därför att det kan skapa problem för produktion och sysselsättning bortom

prognoshorizonten. Att skuldproblem som ska rättas till kostar mycket i termer av produktion och sysselsättning har illustrerats tydligt i många länder och vid upprepade tillfällen i historien.

Vice riksbankschef **Per Jansson** framhöll att det precis som i september för honom har funnits två tänkbara penningpolitiska alternativ. Båda dessa alternativ innebär att han nu förordar en mer expansiv penningpolitik än vad han gjorde i september. De grundläggande skälen till detta beskrivs utförligt i den penningpolitiska rapporten.

Det första alternativet innebär att reporäntan nu lämnas oförändrad men att räntebanan sedan gradvis sänks och att det därigenom också finns en lite större sannolikhet för en sänkning av reporäntan redan i december. Det andra alternativet är att omedelbart sänka reporäntan med 0,25 procentenheter och sedan redan från och med nu tillämpa en lägre räntebana än i september.

Efter noggrant övervägande förordade Jansson det första alternativet, det vill säga att dra ned räntebanan men avstå från att omedelbart sänka reporäntan. Det finns, så som han ser det, flera skäl till att detta alternativ är att föredra.

Ett första skäl till att nöja sig med att bara sänka räntebanan är att penningpolitiken som bekant verkar med tidsfördröjning. Analysen av penningpolitiska alternativ i slutet av kapitel 2 i utkastet till den penningpolitiska rapporten antyder att en omedelbar sänkning av reporäntan skulle få små effekter på den låga inflationen och ekonomin i övrigt det närmaste året. Däremot skulle KPIF-inflationen riskera att hamna över målet om några år.

I anslutning till analysen av de penningpolitiska alternativen förs också ett resonemang som går ut på att penningpolitikens tidsfördröjning i dagsläget kan vara särskilt stor. Att så kan vara fallet beror på att en mer expansiv penningpolitik i Sverige inte ändrar situationen i vår omvärld. Den riskfyllda situationen i omvärlden kan innebära att både hushållen och företagen just nu är mer försiktiga än normalt när det gäller sina konsumtions- och investeringsbeslut. Det är kanske först om några år, när situationen i omvärlden ser bättre ut, som den mer expansiva penningpolitiken får ett mer tydligt genomslag. Eftersom scenarierna för de penningpolitiska alternativen inte tar hänsyn till någon sådan extra tidsfördröjning är det till och med möjligt att den redan ganska begränsade kortsiktiga effekten på KPIF-inflationen överdrivs i scenariot med lägre reporänta och att den mer långsiktiga effekten underskattas. KPIF-inflationen skulle därmed på sikt riskera att överskjuta inflationsmålet ännu mer än i fallet då en sådan extra tidsfördröjning inte finns.

Ett andra skäl till att avstå från att omedelbart sänka reporäntan hänger ihop med riskerna för hushållens skuldsättning. Det är visserligen möjligt att även penningpolitikens genomslag på hushållens skuldsättning just nu är långsammare än vanligt men en sänkning av reporäntan skulle allt annat lika ändå öka riskerna på området. Så skulle särskilt bli fallet om man mot bakgrund av ett fördröjt genomslag av penningpolitiken

väljer att ta i mer med penningpolitiken än vanligt. Till saken hör att även om genomslaget skulle vara fördröjt så är ju inte mycket vunnet om det ändå förr eller senare sker.

Med den sänkning av reporäntebanan som görs bedöms inflationen, mätt med KPIF, vara nära 2 procent om drygt ett år. Att ligga under inflationsmålet en viss tid är, enligt Jansson, en "kostnad" som kan accepteras om därigenom risken för en riktigt dålig utveckling vad gäller hushållens skulder kan minskas lite grann. Jansson delade synen som många har att riskerna när det gäller bostadsmarknaden och hushållens skulder inte har ökat under senare tid. Det är en stor poäng att understryka att utvecklingen av dessa risker är betingad på den penningpolitik som Riksbanken har fört. Men att riskerna inte har ökat betyder inte att situationen är problemfri. Hushållens skulder ligger kvar på en mycket hög nivå både historiskt sett och i ett internationellt perspektiv. Vid det förra penningpolitiska mötet i september menade Jansson att beredskapen hos svenska myndigheter för att vidta åtgärder på detta område kan förbättras en del. Det finns inget skäl att ändra den bedömningen idag. Om något har senaste tidens diskussion om ett höjt bolånetak, det vill säga att hushållen skulle kunna öka bolånen som andel av bostadens marknadsvärde från dagens nivå, gått i fel riktning.

Jansson underströk att viss hänsyn till hushållens skulder inte innebär ett krav på att penningpolitiken nu ska vara åtstramande. Tvärtom så är penningpolitiken idag enligt alla tänkbara mått påtagligt expansiv och med den lägre reporäntebanan väntas den reala reporäntan falla ytterligare från dagens mycket låga nivå. Som diagram 1:31 i den penningpolitiska rapporten visar så är den reala reporäntan negativ fram till senare delen av 2014. Att penningpolitiken har denna mycket expansiva inriktning verkar vara något som ofta glöms bort i den allmänna debatten och ibland också i våra egna diskussioner, till exempel den vi just hade om arbetsmarknaden. Jansson menade att det var mycket svårt att se hur man kan komma fram till att penningpolitiken är ett stort problem för Sveriges ekonomiska utveckling när den är så expansiv som den faktiskt är.

Jansson konstaterade mot denna bakgrund att han stödjer förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport att nu lämna reporäntan oförändrad på 1,25 procent men samtidigt justera ned reporäntebanan under resten av prognosperioden. I slutet av 2015 uppgår reporäntan till 2,6 procent, vilket är knappt 0,5 procentenheter lägre än i den penningpolitiska uppföljningen i september. Han stödde också de prognoser för svensk ekonomi i övrigt som redovisas i utkastet.

Jansson menade att den justering av reporäntebanan som nu görs faktiskt inte är så liten med tanke på den nya information som inkommit sedan september. I den penningpolitiska rapporten förklaras att reporäntebanan bland annat påverkats av en något trögare anpassning på den svenska arbetsmarknaden och lägre internationella styrräntor mot senare delen av prognosperioden. Att låta så ske är ingen självklarhet som direkt följer av nya utfallsdata. Istället rör det sig om nya bedömningar av svensk

arbetsmarknad och internationella styrräntor, och hur dessa i förlängningen påverkar reporäntan i Sverige. I utkastet till den penningpolitiska rapporten dras slutsatsen att återhämtningen på den svenska arbetsmarknaden är trögare till följd av att matchningen mellan arbetssökande och lediga jobb har försämrats. Det är inte uppenbart att penningpolitiken bör bli mer expansiv under sådana omständigheter. Att han ändå förordade en mer expansiv penningpolitik beror på att det är svårt att veta vad som är hållbara nivåer för arbetslösheten och sysselsättningen, och att det är angeläget att penningpolitiken bidrar till återhämtningen på arbetsmarknaden. Det är inte heller en självklarhet att justeringar i internationella räntesatser långt fram i tiden ska få påverka reporäntebanan i Sverige. Detta bygger på tänkta effekter via kronans växelkurs men dessa är som bekant väldigt osäkra.

Jansson kommenterade avslutningsvis Svenssons resonemang om att man måste höja reporäntan väldigt mycket för att få effekt på bostadspriser och hushållens skulder. Jansson var inte säker på att så måste vara fallet. För det första finns en rejäl spridning i de elasticiteter som redovisas i den empiriska litteraturen på området. Inte minst visar litteraturen att effekterna av penningpolitiken på bostadspriser varierar över tiden. Ett vanligt resultat är till exempel att effekterna blir större ju mer finansiellt avreglerad en ekonomi är.¹⁰

Det är fullt tänkbart att penningpolitikens effekter på detta område beror på hur aktivt man kommunicerar kring frågorna. Genom att tydligt signalera att man upplever en viss utveckling som bekymmersam är det kanske möjligt att påverka beteenden utan att överhuvudtaget behöva vidta några skarpa åtgärder. Med andra ord kan kanske bostadspriser och hushållens skulder påverkas utan att man behöver höja reporäntan särskilt mycket. Men detta kräver förstås en aktiv kommunikation och en sådan är naturligtvis bara möjlig om man anser att det finns något att bekymra sig om överhuvudtaget.

Det här synsättet ligger nära den syn som Michael Woodford har och som han utvecklar i en artikel i Penning- och Valutapolitik i början av detta år.¹¹ Där talar han om att det blir mycket lättare att förstå att räntepolitiken har en roll att spela i sammanhanget om man lämnar synsättet att det handlar om att "pricka bubblor" och istället ser det som att man ska motverka uppbyggnaden av olika risker. Woodford säger uttryckligen att han tror att penningpolitikens möjligheter att spela roll i sammanhanget ofta avfärdas felaktigt och att till och med ganska små ändringar av korta räntor kan ha signifikanta effekter.

¹⁰ Se till exempel Iacoviello, Matteo och Raoul Minetti (2003), "Financial Liberalization and the Sensitivity of House Prices to Monetary Policy: Theory and Evidence", *The Manchester School*, vol.71, s. 20-34.

¹¹ Woodford, Michael (2012), "Inflation Targeting and Financial Stability", *Penning- och Valutapolitik*, 2012:1.

Jansson höll dock med om att andra åtgärder kan vara mer effektiva än reporäntan när det gäller att motverka en farlig utveckling av hushållens skuldsättning. Men reporäntan kommer ändå alltid att ha en viss betydelse, oavsett vilka andra åtgärder som vidtas.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** gjorde en annan bedömning än Jansson om vad som är en lämplig penningpolitik i detta läge. Hon menade att det var väl motiverat att reporäntebanan reviderats ned ganska mycket mot slutet av prognosperioden i ljuset av att det mesta talar för låga omvärldsräntor under en lång period och att utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden kan väntas vara sämre än vad Riksbanken trodde tidigare.

Det finns dock ganska starka skäl för att sänka reporäntan också i närtid. Inflationen är långt under målet och arbetslösheten är hög. En lägre reporänta skulle alltså kunna användas för att försöka förbättra situationen på arbetsmarknaden utan att det skulle leda till någon risk för en för hög inflation.

Ekholm kommenterade sedan de skäl Jansson anförde för att inte sänka reporäntan omedelbart. Ett skäl var att merparten av effekten av en räntesänkning på inflationen väntas komma i slutet av prognosperioden, när KPIF-inflationen ligger något över 2 procent. Den låga inflation som vi ser framför oss fram till i början av 2014 skulle det alltså inte gå att göra så mycket åt.

Ekholm var något skeptisk mot bedömningen att effekten av en räntesänkning skulle vara så fördröjd. Mycket hänger nog på hur växelkursen påverkas och hur genomslaget av växelkursförändringar på inflationen ser ut, och det genomslaget, menade Ekholm, kan komma förhållandevis snabbt. Men om det är så att effekten av ränteförändringar är fördröjd så talar det för att reporäntan redan i dagsläget borde ha varit lägre. Då hade kanske en lång period med inflation under målet kunnat undvikas. Men i tidigare rapporter när konsekvenserna av en lägre reporänta har diskuterats så har det förkastats med precis samma argument. Ekholm ansåg att det bör utredas när reporäntan borde ha sänkts för att stabilisera inflationen kring målet på 2 procent på bästa sätt i samband med att den penningpolitik som har bedrivits under året utvärderas.

Ett annat argument mot en sänkt ränta var att en något mindre expansiv penningpolitik dämpar hushållens skuldsättning och därmed risken för stora framtida svängningar i resursutnyttjande och inflation. Det är tydligt att det finns olika uppfattningar i frågan om i vilken utsträckning penningpolitiken bör ta hänsyn till hushållens skuldsättning. Ekholm noterade att tillväxten i hushållskrediter har minskat nästan trendmässigt sedan 2006, från 12-13 procent 2006 till under 5 procent nu, vilket framgår av diagram 3:8 i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomster har planat ut under senare tid, som Svensson visade i diagram 1.

Bostadspriserna har också varit förhållandevis stabila under senare tid. Som framgår av diagram 3:9 i utkastet till den penningpolitiska rapporten är det svårt att se någon entydig trend i bostadspriserna de två senaste åren. Som Jansson påpekade är denna

uppbromsning av kredittillväxten och stabiliseringen av bostadspriserna betingad på den penningpolitik som bedrivits. Men andra viktiga faktorer är Finansinspektionens rekommendation om ett lånetak och det faktum att risker förknippade med en hög skuldsättning har kommit att diskuteras livligt i media och på politisk nivå under senare tid.

I nuvarande läge finns det inte något starkt skäl till att använda reporäntan – som ju påverkar så mycket annat utöver just hushållskrediter och bostadspriser – för att dämpa utvecklingen ytterligare på bostadsmarknaden. Det betyder inte att reporäntan aldrig under några som helst omständigheter skulle kunna behöva användas på det sättet. Det finns bara inte något tydligt behov av det just nu. Under alla omständigheter måste de något diffusa vinster som eventuellt kan uppnås med att hålla en högre ränta än vad som motiveras av inflationen och resursutnyttjandet på ett tydligt sätt vägas mot kostnader i termer av ett kanske mindre trovärdigt inflationsmål och en arbetslöshet som biter sig fast på en hög nivå. Ekholm menade att för henne vägde dessa diffusa vinster ganska lätt.

En viktig faktor när det gäller hur man väger dessa vinster och kostnader mot varandra är vilken effekt reporäntan har på bostadspriser och kredittillväxt kontra inflation och arbetslöshet. Svensson har refererat till studier som kommer fram till att effekten på bostadspriserna är liten, medan effekten på arbetslösheten är stor. Jansson har angett att dessa resultat är känsliga och skiljer sig en del mellan olika studier. Det är viktigt att reda ut hur reporäntan slår på dessa olika aggregat för att kunna göra sig en uppfattning om hur avvägningen mellan eventuellt reducerade risker förknippade med hög skuldsättning och ett sämre resursutnyttjande ser ut.

Ekholm förordade en sänkning av reporäntan med 25 punkter vid dagens möte. Hon ville även lägga en större sannolikhet vid en ytterligare sänkning än en höjning. Ekholm förordade en bana som ligger ca 0,50 procentenheter under huvudscenariots bana, och som stiger något långsammare än den banan. En mer väl avvägd reporäntebana bottenar på 0,75 procent och kommer upp till ca 1,75 procent vid prognoshorisontens slut. Liksom tidigare är det svårt att hävda att denna bana ger den bästa möjliga avvägningen mellan att stabilisera inflationen kring inflationsmålet och arbetslösheten kring en långsiktigt hållbar nivå. I modellsimuleringar ger den helt klart en bättre måluppfyllelse än huvudscenariots räntebana. Eftersom det är svårt att bedöma vad som är en lämplig prognos för utländska styrräntor så hade Ekholm tittat på simuleringar där såväl huvudscenariots prognos som implicita terminsräntor använts som utgångspunkt. Med huvudscenariots prognos för utländska styrräntor så ledde Ekholms reporäntebana till en prognos för inflationen där den skjuter över målet om 2 procent mer än vad hon egentligen tyckte var förenligt med en väl avvägd penningpolitik. Men eftersom hon ansåg att huvudscenariots prognos för de utländska styrräntorna ligger lite väl högt mot slutet av prognosperioden, så bedömde hon att denna reporäntebana ändå är att föredra.

Första vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** stödde förslaget i den penningpolitiska rapporten att låta reporäntan vara oförändrad på 1,25 procent och att justera ned reporäntebanan under hela prognosperioden.

Det har gått kort tid sedan vårt senaste penningpolitiska möte. Den ekonomiska information som kommit därefter om såväl omvärlden som Sverige har i stora drag varit i linje med den bedömning som gjordes i september. På några områden har revideringar skett.

I jämförelse med den information som Riksbanken hade i september är BNP-tillväxten i omvärlden nedreviderad något. Återhämtningen i såväl omvärlden som i Sverige bedöms bli mer utdragen. Inflationsutfallen har också blivit lägre än prognosen. Sammantaget är inflationsprognosen något lägre än tidigare bedömning. Det bidrar till att räntebanan bör justeras ned. Med en lägre räntebana bidrar Riksbanken till att inflationen så småningom stiger och når 2 procent mätt med KPIF i början av 2014. Resursutnyttjandet stiger och blir normalt under prognosperioden.

Reporäntan bör hållas på en nivå som gör att vi kan nå inflationsmålet och stabilisera sysselsättningen i ett långsiktigt perspektiv. I denna bedömning måste man också väga in om det låga ränteläget skapar risker för finansiella obalanser. Det finns många exempel på hur obalanser riskerar uppstå när räntan är låg länge.

Utlåningsökningen till hushållen är nu nere i rimliga nivåer. af Jochnicks bedömning var att bolånetaket bidragit till det. Hushållens skuldsättningsgrad är dock fortsatt hög och det är därför viktigt att det låga ränteläget inte skapar incitament till en snabbare ökningstakt i skuldsättningen. När hushållen har stora skulder blir de sårbara för konjunktur nedgångar, räntehöjningar och bostadsprisfall.

Eftersom Riksbanken inte förfogar över några andra medel än reporäntan är det naturligt att en diskussion förs om vilka avvägningar som behöver göras. Penningpolitiken är inte det bästa medlet för att begränsa hushållens skuldsättning utan här behövs främst andra åtgärder. Men eftersom få andra verktyg används för att minska riskerna med hög skuldsättning, ökar ansvaret för penningpolitiken att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning. En övergripande fråga som måste ställas är således hur en sund utveckling i hushållens skuldsättning ska uppnås. Denna fråga är bred och måste inkludera överväganden om vad som är sund kreditgivning, vad som är ett sunt risktagande och hur skattesystemet bör vara utformat vad gäller ränteavdrag. Riksbanken har också diskuterat frågan om riskvikter på bolån med Finansinspektionen. Enligt af Jochnick handlar det om att i förebyggande syfte se till att hushållens skuldsättning utvecklas på ett sunt sätt. Riksbankens analys behöver utvecklas inom detta område. För att penningpolitiken ska fungera väl krävs bättre förståelse för hur det låga ränteläget över tiden påverkar skuldsättning och tillgångspriser.

Riksbankschefen **Stefan Ingves** konstaterade att han ställde sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad samt att justera ned banan för reporäntan något.

Det har gått en kort tid sedan det förra penningpolitiska mötet och inget dramatiskt har hänt i omvärlden. Den internationella utvecklingen är något svagare. Det svenska inflationstrycket är just nu något lägre. Det finns därför skäl att justera ned reporäntebanan något. En låg reporänta bidrar till att den nu låga inflationen stiger och blir omkring 2 procent, mätt med KPIF, under 2014 och 2015. Resursutnyttjandet stiger och blir normalt under senare delen av prognosperioden. Sammantaget innebär den nedjusterade reporäntebanan att sannolikheten för en sänkning av reporäntan i vinter är högre än en höjning. Det är en ganska traditionell syn på penningpolitiken när reporäntan är låg men när svensk ekonomi samtidigt gradvis går mot en normalisering av konjunkturbilden.

Omvärldens styrräntebanor har reviderats ned. Det finns skäl för det. En oförändrad svensk reporäntebana innebär då att ränteskillnaderna till omvärlden ökar. Man ska dock inte dra för stora växlar på det eftersom effekten i Sverige kommer via växelkursen, och vi vet av erfarenhet att växelkursprognoser är mycket svåra att göra. Prognoser som är baserade på antaganden om räntedifferenser långt in i framtiden är förstås extra osäkra.

Det är också viktigt att notera att styrräntan och den implicita terminsräntan på statspapper inte kan användas mekaniskt när den penningpolitiska transmissionsmekanismen analyseras. I flera länder ligger de räntor som företag och hushåll möter betydligt högre än styrräntan. Den penningpolitiska transmissionsmekanismen i euroområdet fungerar inte normalt när genomslaget varierar från land till land. Penningpolitiken blir till synes mera expansiv än vad den i själva verket är när den finansiella sektorn inte fungerar normalt. När centralbankens styrräntor är låga är det viktigt att också analysera hur volymen på olika kreditaggregat, penningmängden och omloppshastigheten utvecklas. Det räcker inte att fokusera på enbart räntor och räntebanor. Man får inte glömma kvantiteter och hur olika balansräkningar ser ut.

Den svenska bytesbalansen har visat överskott varje år sedan 1994. Det totala finansiella sparandet i Sverige är högt. I prognosen väntas fortsatt goda överskott i bytesbalansen. Givet oron i omvärlden och den skuldsanering som pågår i många länder är detta ett styrketecken. Här är dock penningpolitikens roll begränsad. För Riksbanken handlar det om att uppfylla inflationsmålet. God svensk konkurrenskraft och fortsatta bytesbalansöverskott förutsätter en rimlig utveckling av löner och produktivitet. Skulle efterfrågan från omvärlden rasa i ett riktigt dåligt scenario är det svårt för penningpolitiken att fullt ut kompensera för ett sådant efterfrågebortfall. Penningpolitiken är redan expansiv, vilket framgår av att den reala reporäntan är negativ under större delen av prognosperioden.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** kommenterade Janssons tidigare inlägg om att penningpolitiken i Sverige är mycket expansiv enligt "alla tänkbara mått". Vilket mått på hur expansiv penningpolitiken är som är mest relevant är dock inte helt uppenbart. Jämfört med historiska nivåer är förstås den nominella reporäntan låg – även den reala reporäntan är ganska låg. Men är det den relevanta jämförelsen?

En minst lika relevant jämförelse är med nominell och real styrränta i omvärlden. I diagram 3 kan vi jämföra reporäntan, som representeras av den röda linjen, med KIX-viktade utländska styrräntor. Även om man tar Riksbankens prognos för utländska styrräntor, som är den gula linjen, istället för utländska terminsräntor, som är den grå linjen, är räntedifferensen stor, 1,5 procentenheter under flera år. I diagram 5 jämförs svenska reala styrräntor med reala korta räntor i euroområdet och USA. Under 2010 och 2011 har svenska reala räntor varit upp till 3 procentenheter högre. Framöver är räntedifferensen uppåt 1,5 procentenheter. Mätt på detta sätt är den svenska penningpolitiken inte alls särskilt expansiv – tvärtom tämligen kontraktiv jämfört med omvärlden.

En relevant jämförelse är även med den neutrala räntan, som kan definieras som den reala räntan under en viss tidsperiod, till exempel 1-2 år, som skulle få ner arbetslösheten till sin långsiktigt hållbara nivå. I en sådan jämförelse är förstås den svenska penningpolitiken mycket kontraktiv.

Svensson kommenterade att enligt Jansson bör inte inflationen skjuta över inflationsmålet. Svensson ansåg att det är ett mycket tveksamt kriterium. Det betyder ju att över prognosperioden kommer genomsnittlig inflation att ligga under målet, och kriteriet kommer att bidra till det problem som vi sett sedan 1997, nämligen att genomsnittlig inflation hamnar betydligt under målet. Eftersom inflationsförväntningarna enligt Prospera är väl förankrade vid målet innebär det, som Svensson betonat tidigare och skrivit en uppsats om, att genomsnittlig arbetslöshet blir högre än om genomsnittlig inflation legat på målet.¹²

Svensson kommenterade även Janssons åsikt att hushållens skuldsättning är på mycket hög nivå och att det är ett problem. Hushållens skulder uppgår till 170 procent av disponibel inkomst. Men eftersom förhållandet mellan hushållens skulder och totala tillgångar, exklusive kollektivt pensionssparande, är ganska stabilt i Sverige, ungefär 1:3, betyder ju detta att också hushållens totala tillgångar är på mycket hög nivå. Är det också ett problem?

Jansson hade i ett tidigare inlägg ifrågasatt de små kvantitativa effekter av penningpolitiken på bostadspriserna som Svensson hade hänvisat till, att 1 procent sänkta bostadspriser kostar 15 000 arbetslösa, och påpekade att de kunde variera med

¹² Svensson, Lars E.O. (2012), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", www.larseosvensson.net

omständigheterna. Dock finns det stora marginaler i dessa skattningar. Om kostnaden var en tredjedel, det vill säga 5 000 arbetslösa för varje procent av bostadspriserna, skulle den fortfarande vara stor. Svensson noterade att hans siffror bygger främst på Riksbankens egen utredning om risker på bostadsmarknaden, som ju tar hänsyn till specifikt svenska förhållanden.¹³ De är dock i linje med resultaten av studier av andra länder.

Avslutningsvis kommenterade Svensson även Janssons inlägg där han nämnde Michael Woodfords uppsats i Penning- och Valutapolitik, där "leverage", här definierat som tillgångar i förhållande till eget kapital, antas vara procyklisk, variera med BNP-gapet och öka risken för en finansiell kris.¹⁴ Då kan en kontraktiv penningpolitik tillfälligt begränsa leverage och minska risken för en kris. Men detta kräver också ett antagande om att det inte finns något annat instrument, som kapitalkrav eller bolånetak, som kan begränsa leverage. I Svenssons kommentar till artikeln i Penning- och Valutapolitik visar han att så fort det finns ett sådant instrument – och kapitalkrav och bolånetak finns ju redan – behöver inte längre penningpolitiken ta hänsyn till leverage.¹⁵

Dessutom hade Svensson inte sett att det skulle finnas något empiriskt stöd i Sverige för antagandet om att leverage och bruttosoliditet för affärsbankerna i Sverige skulle vara särskilt cyklist eller kunna påverkas av penningpolitiken. Enligt data verkar arbetslösheten och reporäntan vara i det närmaste okorrelerad med bankernas leverage.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade två saker som Ingves tidigare tagit upp. Den ena var att man inte ska dra alltför stora växlar på vad en nedrevidering av prognosen för utländska styrräntor långt fram i tiden innebär för svensk del. Ekholm höll med om att mycket hänger på hur växelkursen påverkas och att växelkursen är mycket svår att prognostisera. I Riksbankens modeller är dock utvecklingen i den svenska ekonomin mycket känslig för vad man antar om utvecklingen för de utländska styrräntorna även långt fram i tiden och hur dessa räntor påverkar kronkursen. Att modellprognoserna är känsliga för detta beror på att svensk ekonomi är en liten, öppen ekonomi där växelkursen får stor betydelse för såväl inflationen som resursutnyttjandet. Ur den synvinkeln är det viktigt att göra dessa prognoser så bra som möjligt, även om de är osäkra.

Ekholm kommenterade även Ingves resonemang om det svenska bytesbalansöverskottet och menade att man inte bör lägga någon värdering i att Sverige har ett stort överskott och har haft så en längre tid. Överskottet avspeglar att det aggregerade sparandet överstiger de aggregerade investeringarna. Sparandet är högt i Sverige. Som Svensson

¹³ Claussen, Carl Andreas, Jonsson, Magnus och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av huspriserna i Sverige", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, april 2011, s. 67–95.

¹⁴ Woodford, Michael (2012), "Inflation Targeting and Financial Stability", Penning- och Valutapolitik, 2012:1.

¹⁵ Svensson, Lars E.O. (2012), "Comment on Michael Woodford, 'Inflation Targeting and Financial Stability'", Penning- och Valutapolitik, 2012:1.

påpekat är sparandet högt bland hushållen. Det är också högt i den offentliga sektorn jämfört med andra länder. Nivån på investeringarna utmärker sig kanske inte i någondera riktning, men högre investeringar skulle inte nödvändigtvis vara något negativt.

Bytesbalansöverskottet avspeglar helt enkelt att den inhemska förbrukningen av varor och tjänster är förhållandevis dämpad, och den har varit så under en lång rad år. I länder med ett stort bytesbalansunderskott har man säkert anledning att tycka att Sverige gärna kunde bedriva en politik för att öka den inhemska förbrukningen så att vi importerade mer varor och tjänster från dem. Ekholm menade att det räcker med att konstatera att Sverige har ett stort överskott i bytesbalansen, utan att lägga någon värdering i det.

Vice riksbankschef **Per Jansson** kommenterade ett par saker som Ekholm och Svensson hade tagit upp. Ekholm talade om "diffusa vinster" när det gäller att ta hänsyn till hushållens skulder. Jansson höll med om att det här är mycket svåra frågor och var säker på att Riksbanken inte är den enda centralbanken som brottas med dem. Jansson hade emellertid svårt att blunda för att så många länder fått problem med överskuldssättning på ett eller annat sätt, och att så många i förväg var så säkra på att det minsann inte skulle bli några problem. Det talade, enligt Jansson, för att en försiktighetsprincip måste gälla.

Samtidigt är det ju inte så att svensk ekonomi nu betalar en "premie" i form av en reporänta som är flera procentenheter högre än den annars skulle vara. Som nämndes tidigare är premien trots allt ganska liten. Men den ger utrymme att föra fram hans oro. Att kommunicera kring frågan kan, som tidigare nämnts, i sig vara ganska viktigt.

Svensson talade om att hushållens förmögenhet är mycket stor. Det är ju korrekt om man räknar in alla förmögenhetsposter. Men tittar man bara på den delen av förmögenheten som utgör en likvid reserv, där bostäder samt privata och kollektiva försäkringar räknats bort, så blir bilden inte alls lika imponerande. Detta måste man ta hänsyn till när man diskuterar hur robusta hushållens balansräkningar egentligen är.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade att när man talar om reporäntans roll kontra andra verktyg för att dämpa en kreditexpansion är det värt att komma ihåg att alla de verktyg som nämnts har återverkningar på efterfrågan och tillväxt. Det gäller såväl amorteringskrav som minskade ränteavdrag och höjda riskvikter för bolån. Räntan är priset på pengar och det kommer även fortsättningsvis att spela en roll för upplåningen.

Wickman-Parak menade att utländska terminräntor, även långt framåt i tiden, har haft en framträdande roll i direktionens diskussioner. Det är rimligt att man inte bara mekaniskt utgår från terminräntor eller centralbankens kommunikation utan att man också försöker bedöma realismen mot bakgrund av den konjunkturbild man har. Ett exempel är att det finns få invändningar mot den prognos som lagts i utkastet till den penningpolitiska rapporten för tillväxt och inflation i USA de kommande åren. Men är denna utveckling konsistent med en styrränta nära noll under hela 2015?

I en replik till Wickman-Parak ansåg vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** att tillväxtprognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten för USA är något för optimistisk. När det gäller prognosen för de utländska styrräntorna höll Svensson med om att det gäller att göra en bedömning av vilken prognos som är mest realistisk. För att komma i närheten av tillväxt- och inflationsprognosen för omvärlden ansåg Svensson att så låga räntor som terminsräntorna indikerar kommer att behövas.

När det gäller vilken prognos som är mest realistisk kan det också vara bra att titta bakåt. Riksbankens prognoser för utländska styrräntor har legat högt i förhållande till utfallen. Terminsräntorna har också legat högt i förhållande till utfallen, men lägre än Riksbankens prognoser och prognosfelen har varit mindre. Utfallet för styrräntorna har ju blivit mycket lägre under längre tid än Riksbanken förväntat sig. Svensson befarade att styrräntorna kommer att fortsätta att behöva vara låga under ganska lång tid framöver.

Ordföranden, riksbankschef **Stefan Ingves**, sammanfattade därefter den penningpolitiska diskussionen.

Vid mötet idag konstaterades att inflationstrycket är lägre och att återhämtningen på arbetsmarknaden blir trögare än vid bedömningen i september. Direktionen var enig om att reporäntan därmed behöver vara låg under en längre tid för att stimulera ekonomin och få en inflation i linje med målet. Det fanns dock även denna gång skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

Fyra ledamöter ansåg att det är lämpligt att behålla reporäntan oförändrad på 1,25 procent. Att sänka räntan nu skulle inte påverka inflationen och konjunkturen speciellt mycket det närmaste året men däremot riskerar inflationen då att hamna över målet 2014 och 2015. Två ledamöter ville sänka reporäntan med 0,25 respektive 0,5 procentenheter för att inflationen snabbare ska nå målet och för att arbetslösheten ska falla tillbaka tidigare.

Alla ledamöter ansåg det lämpligt att justera ned reporäntebanan. En majoritet bestående av fyra av ledamöterna ansåg att förslaget till nedjustering av reporäntebanan i utkastet till den penningpolitiska rapporten representerade en lämplig avvägning. De ansåg att KPIF-inflationen på så sätt når 2 procent efter drygt ett år och att resursutnyttjandet normaliseras. Den låga räntebanan bedöms gå hand i hand med att hushållens skuldkvot inte ökar utan ligger kvar på dagens nivå. Två ledamöter ansåg emellertid att det fanns utrymme för en ännu lägre reporäntebana och bedömde att en sådan skulle leda till att det går snabbare för inflationen att nå 2 procent liksom för arbetslösheten att komma närmare en långsiktigt hållbar nivå.

Alla ledamöter ansåg att läget i euroområdet är fortsatt osäkert och att konjunkturedgången där blir mer utdragen till följd av de underliggande strukturella problemen som fortsätter tynga ekonomierna i regionen.

Ledamöterna var eniga om att den svenska BNP-tillväxten nu bromsar in efter en stark tillväxt hittills i år och att återhämtningen på arbetsmarknaden kommer att bli trögare än väntat. Det rådde också enighet om att det finns lediga resurser i svensk ekonomi, även om det fanns olika bedömningar av nivån på resursutnyttjandet. Det fanns även olika bedömningar av vad penningpolitiken i dagsläget kan åstadkomma för att få ned arbetslösheten.

Samtliga ledamöter diskuterade på olika sätt hushållens höga skuldkvot. Det fanns dock olika åsikter om vilka risker den kan innebära för ekonomin. Ledamöterna uttryckte en önskan om att denna fråga beaktas i större utsträckning i analysen framöver.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 25 oktober 2012 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,25 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 31 oktober,
- att torsdagen den 25 oktober 2012 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 7 november kl. 9.30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 1,0 procent och en bana där reporäntan sänks ytterligare till 0,75 procent och sedan ligger kvar där till slutet av 2013 för att successivt höjas till ungefär 1,75 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att en reporänta som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten och beslutet om reporäntan och räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en räntebana som ligger på 0,5 procent från och med första kvartalet 2013 till och med första kvartalet 2014 och sedan stiger till 1,5 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hans bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor längre fram och utländsk



tillväxt är för höga och att hans räntebana med hänsyn till dessa omständigheter 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.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

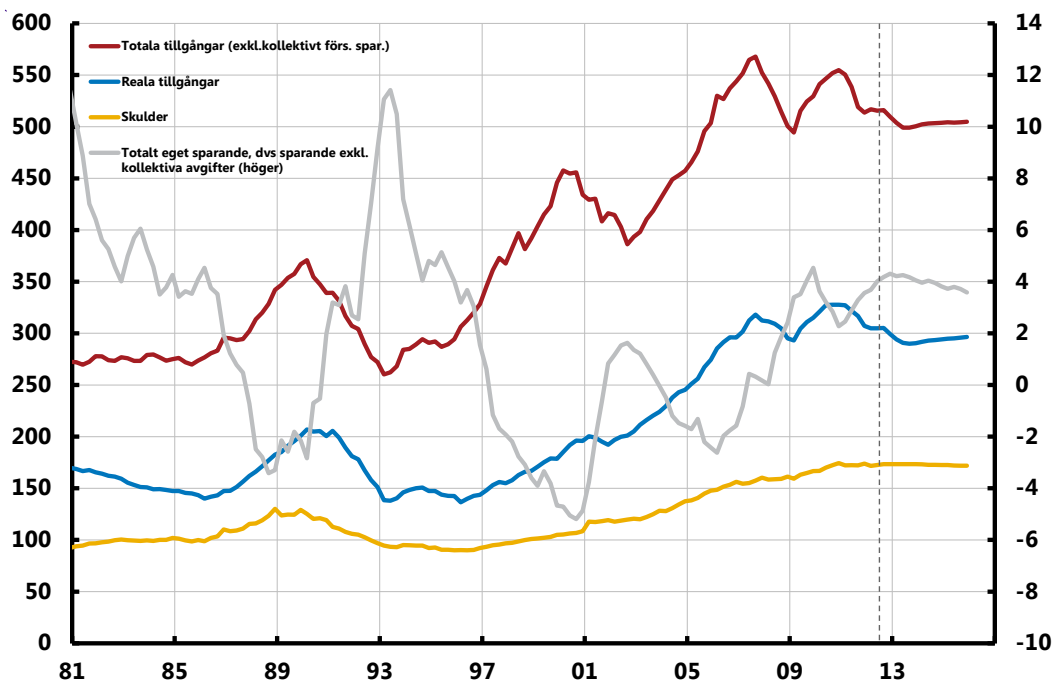
Per Jansson

Kerstin af Jochnick

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

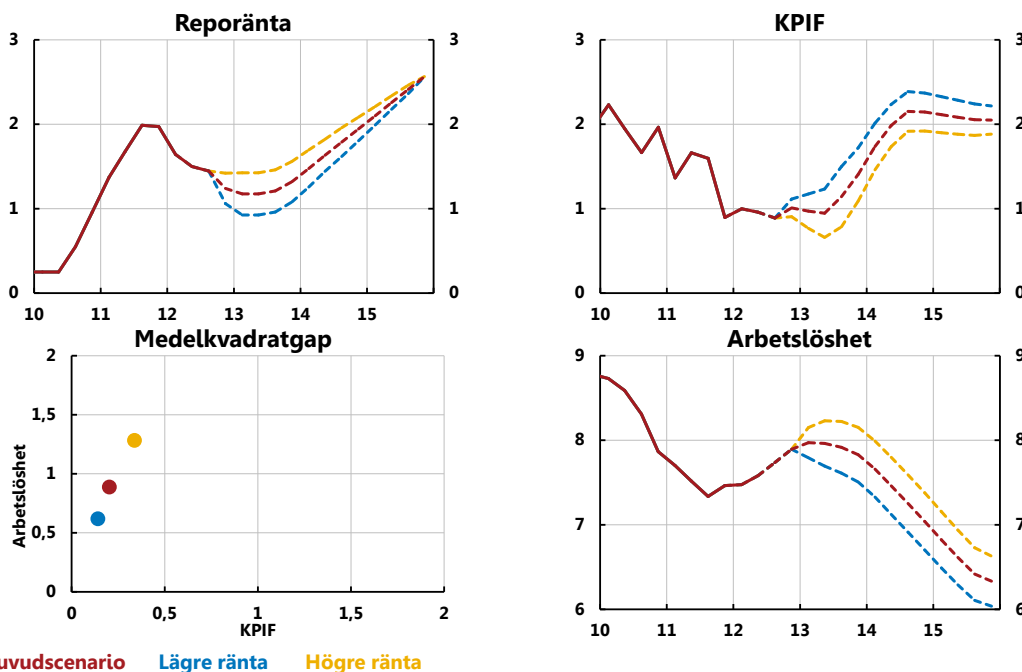
Diagram 1. Svenska hushållens skulder, totala och reala tillgångar samt sparande



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2. Penningpolitiska alternativ, oktober 2012

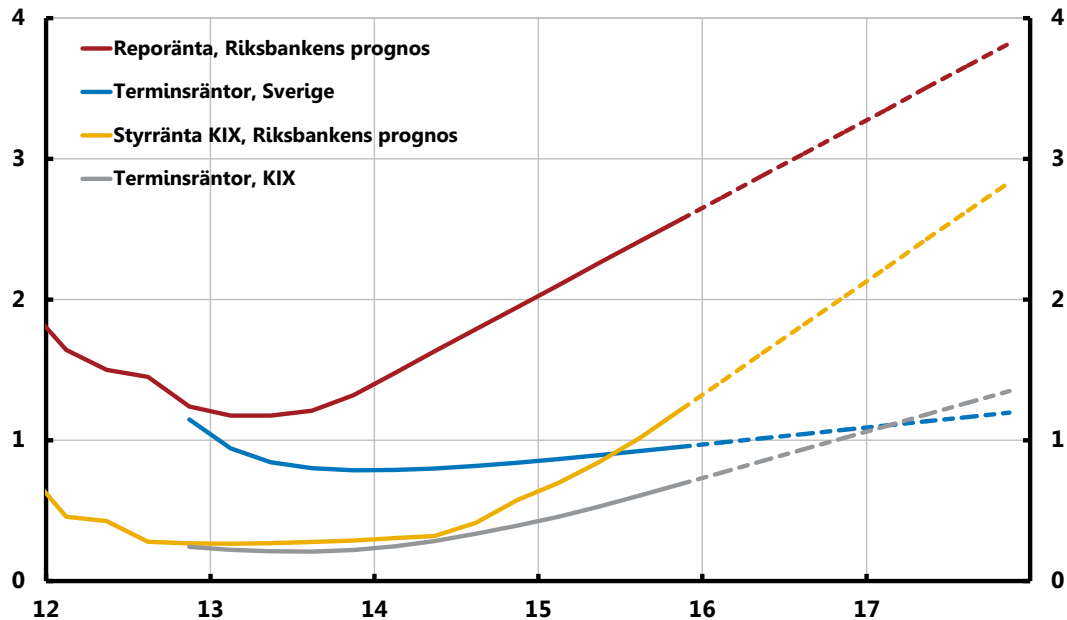
Utländska styrräntor enligt huvudscenariot. Långsiktig hållbar arbetslöshet 6,25 procent. Avvikelser enligt Ramses.



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3. Reporäntebana, terminsräntor och prognos för KIX-vägd styrränta, oktober 2012

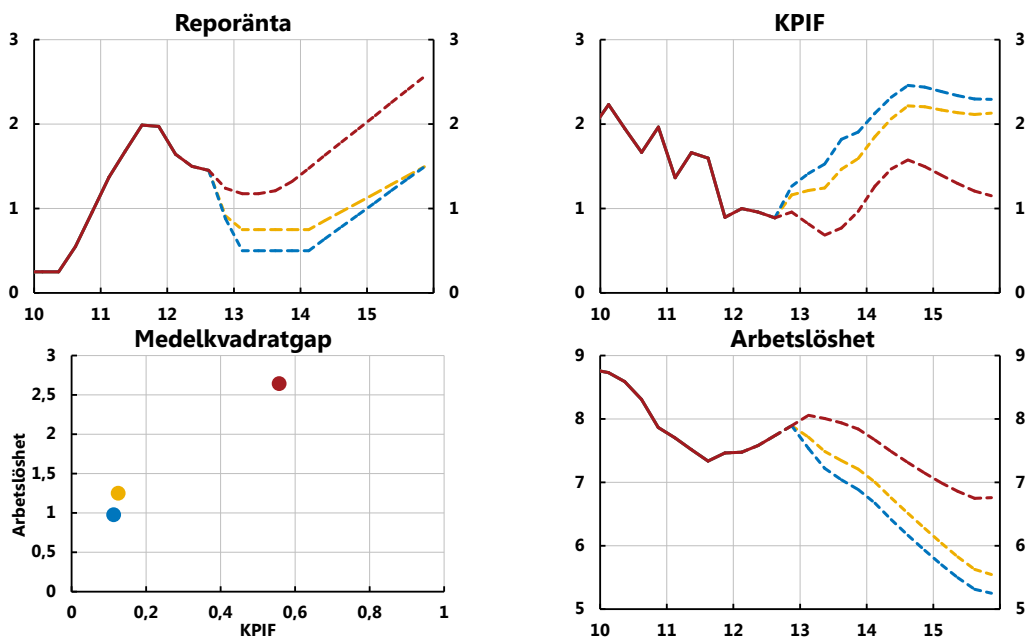
Procent. Terminsräntor från 18 oktober



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

Diagram 4. Penningpolitiska alternativ, oktober 2012

Utländska styrräntor enligt implicita terminsräntor. Medelkvadratgap beräknat med hållbar arbetslöshet 5,5 procent.

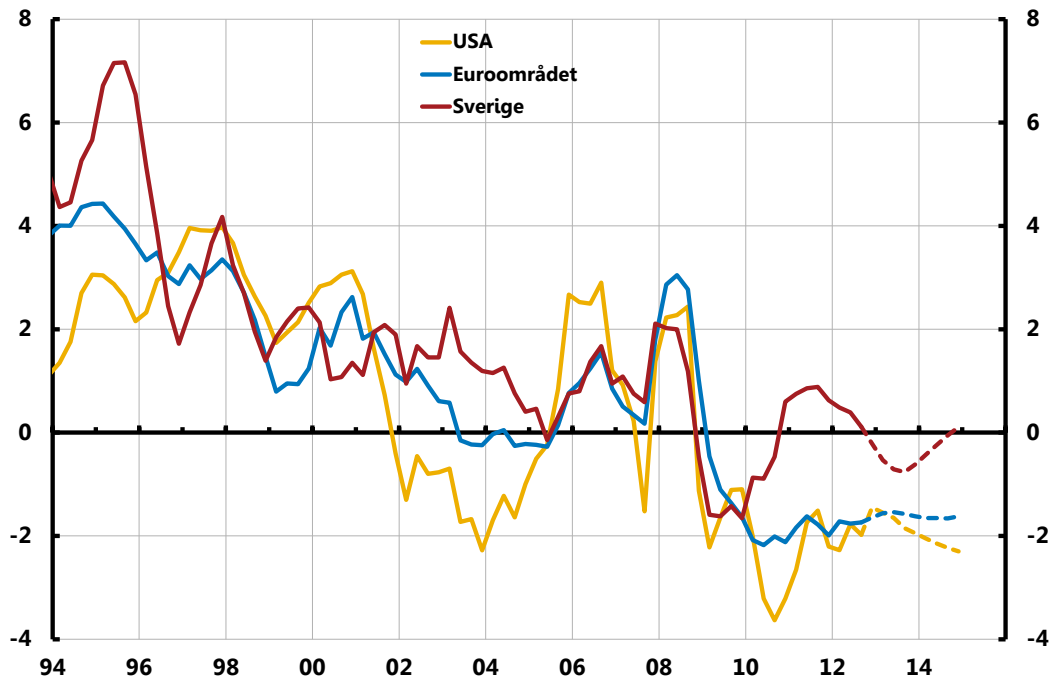


Huvudscenariets räntebana Sänk till 0,5 % Sänk till 0,75 %

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 5. Real styrränta, 1 år

Procent



Källor: ECB, IMF, OECD, SCB och Riksbanken