

Penningpolitiskt protokoll

DECEMBER 2012

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 17 december beslutade Riksbankens direktion att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent och att justera ned reporäntebanan.

Vid mötet den 17 december konstaterades att ny information sedan det penningpolitiska mötet i oktober tyder på att svensk ekonomi bromsar in kraftigare än den bedömning som gjordes då. BNP bedöms därför öka långsammare och arbetslösheten stiga lite mer än vad som antogs i oktober. Samtidigt väntas inflationstrycket bli lägre.

Mot bakgrund av det svagare konjunkturläget och det lägre inflationstrycket var direktionen enig om att det är lämpligt att sänka reporäntan och justera ned reporäntebanan. Men, liksom vid tidigare möten, fanns det skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara. Fem ledamöter ansåg att det var lämpligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. En ledamot ville istället sänka reporäntan med 0,5 procentenheter.

Alla ledamöter ansåg att det var lämpligt att justera ned reporäntebanan, men det fanns olika åsikter om hur mycket den bör sänkas. En majoritet på fyra ledamöter bedömde att genom att sänka reporäntan till 1,0 procent och låta den ligga kvar ungefär på denna låga nivå det närmaste året, kommer inflationen att nå målet på 2 procent efter drygt ett år och resursutnyttjandet normaliseras.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme för en ännu lägre reporäntebana och de förespråkade två olika räntebanor som bedömdes leda till att inflationen snabbare når målet på 2 procent samtidigt som arbetslösheten kommer närmare en långsiktigt hållbar nivå.

På mötet diskuterades även hushållens höga skuldsättning och vilka risker den kan skapa på längre sikt, inklusive vilken roll penningpolitiken kan ha. Under mötet framkom också en del olika nyanser av utvecklingen i omvärlden. Fortsatt diskuterades flera frågor kring den penningpolitiska analysapparaten, bland annat prognosen för inflationen och internationella styrräntor. I sammanhanget resonerades det även om de större svängningarna i ekonomin de senaste åren påverkat och försvårat bedömningen av den svenska ekonomins utveckling.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 6

DATUM: 2012-12-17
MÖTESTID: 9:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Johan Gernandt, fullmäktiges
ordförande

Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Eric Frieberg
Kerstin Hallsten
Ann-Christine Högberg
Pernilla Johansson
Martin W Johansson
Tor Johansson (§ 1)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Bengt Pettersson
Ulf Söderström
David Vestin
Anders Vredin

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

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Tor Johansson från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen vad gäller ekonomisk-politiska lösningar för att komma tillrätta med problemen med svaga offentliga finanser och banker i vissa länder i euroområdet.

Meredith Beechey Österholm från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i slutet av oktober har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit lugnare och rörelserna varit små. Långa statsobligationsräntor har sammantaget fallit något i USA, Tyskland och Sverige, även om det skett en viss uppgång den allra senaste tiden. Aktiepriser har stigit något och volatiliteten på aktiemarknaden har sjunkit. Den svenska kronan har försvagats en aning den senaste veckan. Enligt marknadsprissättningen finns det förväntningar om en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter vid dagens penningpolitiska möte och en relativt stor sannolikhet för ytterligare en sänkning antingen i februari eller i april.

Christina Nyman, biträdande avdelningschef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk uppföljning som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 3, 11 och 12 december. På ett möte med direktionen den 14 december diskuterades utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Sedan det penningpolitiska mötet i oktober har indikatorer för omvärlden utvecklats ungefär i linje med prognosen från oktober. Den svaga utvecklingen i euroområdet fortskrider, samtidigt som utvecklingen är mer positiv i till exempel USA och Kina. Läget på de finansiella marknaderna är förhållandevis stabilt. Däremot pekar indikatorer för den svenska ekonomin tydligt på en inbromsning det fjärde kvartalet till följd av en svag och osäker utveckling i omvärlden. Läget på arbetsmarknaden har försämrats då antalet varsel om uppsägningar ökat och anställningsplaner dämpats. Framtidstron bland svenska hushåll och företag har försämrats snabbt den senaste tiden enligt till exempel Konjunkturinstitutets konfidensindikatorer. BNP-tillväxten var visserligen högre det tredje kvartalet än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i oktober, men den inhemska efterfrågan var svagare än väntat. Inflationen var fortsatt låg i oktober och november, ungefär som förväntades i den penningpolitiska rapporten. Indikatorer, såsom producentpriser, importpriser och elpriser, tyder på ett fortsatt lågt inflationstryck den närmaste framtiden.

I prognosen i den penningpolitiska uppföljningen förutses en långsam återhämtning i omvärlden i de viktigaste svenska exportmarknaderna. I prognosen antas att ekonomisk-politiska åtgärder i euroområdet vidtas som stärker förtroendet bland hushåll och företag och att detta leder till en högre BNP-tillväxt på omkring 2 procent per år i euroområdet

2014 och 2015. För USA och inte minst för de snabbväxande ekonomierna i BRIC-området (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) förutses en högre BNP-tillväxt än i euroområdet.

De tydliga tecknen på att den svaga utvecklingen i omvärlden nu fått mer negativa effekter på den svenska ekonomin är den viktigaste förklaringen till att prognosen för den svenska BNP-tillväxten är nedreviderad för de närmaste kvartalen. Prognosen för arbetslösheten är uppreviderad och väntas toppa på 8,2 procent det tredje kvartalet 2013. En lägre efterfrågan och svagare arbetsmarknad bidrar till att lönerna nu bedöms öka långsammare än i den penningpolitiska rapporten i oktober, och att inflationen blir något lägre. Det närmaste året är inflationsprognosen dessutom nedreviderad till följd av lägre energipriser. Ett lägre inflationstryck och en högre arbetslöshet än väntat motiverar en lägre reporänta i nuläget och en lägre räntebana. Med denna lägre räntebana bedöms konjunkturen successivt stärkas så att inflationen stiger mot 2 procent.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att påtala att det inte var någon hemlighet att han ser stora problem med Riksbankens penningpolitik. Man kan notera att inflationen mätt med både KPI och KPIF nu är långt under inflationsmålet på 2 procent och arbetslösheten är högt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå. Detta beror enligt Svensson i stor utsträckning på att penningpolitiken varit för stram sedan styrräntan började höjas sommaren 2010. I diagram 1 framgår att den reala styrräntan och korta räntor i Sverige från 2010 och framåt har varit och är höga jämfört med reala korta räntor i euroområdet, Storbritannien och USA. Detta trots att inflationen i Sverige är mycket lägre än i dessa ekonomier och arbetslösheten nu är lika hög som i Storbritannien och något högre än i USA. Svensson menade att skillnaden mellan svenska och utländska styrräntor bidrar till att kronan är stark. Att den korta reala styrräntan i Sverige blir negativ under 2013 beror enligt Svensson på en optimistisk inflationsprognos, något som han skulle återkomma till i sitt inlägg.

En möjlig förklaring till den strama penningpolitiken, att döma av tal och uttalanden i media av Stefan Ingves och Per Jansson, är, som Svensson tolkade det, att penningpolitiken i praktiken syftar till att begränsa hushållens skuldsättning. Såvitt Svensson kunde se fanns det här en missuppfattning om vad penningpolitiken kan åstadkomma beträffande hushållens skuldsättning. Enligt etablerad teori och empiri, inklusive Riksbankens egna utredningar och beräkningar, till exempel Riksbankens utvärderingar av risker på bostadsmarknaden¹, har penningpolitiken nämligen mycket liten kortsiktig effekt på hushållens skuldsättning och med låg och stabil inflation inga långsiktiga effekter. En stram penningpolitik leder då till för låg inflation och för hög arbetslöshet, utan att märkbart påverka eventuella risker på grund av hushållens

¹ Sveriges Riksbank (2011), "Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden", april 2011.

skuldsättning. Svensson menade att penningpolitiken i praktiken har kommit att både åsidosätta prisstabilitetsmålet och leda till onödigt hög arbetslöshet. Eventuella problem med hushållens skuldsättning kan bättre hanteras med andra medel än styrräntan, medel som till skillnad från penningpolitiken är effektiva på både kortare och längre sikt.

I diagram 2 visar den gula kurvan hur hushållens skulder har stigit till ungefär 170 procent som andel av disponibel inkomst. Skulderna är huvudsakligen bolån, så en viktig fråga är hur bostadspriser och värdet på bostäderna utvecklats sig. Den blå kurvan visar hushållens reala tillgångar (egna hem, fritidshus och bostadsrätter), som vuxit i takt med skulderna och står i en stabil relation till skulderna. Belåningsgraden, kvoten mellan skulder och reala tillgångar, har varit tämligen stabil och har sedan mitten av 1990-talet legat i intervallet 50-60 procent, som visas i diagram 3. För att förstå skuldutvecklingen och om den är ett problem måste man förstå utvecklingen av de reala tillgångarna och därmed bostadspriserna, menade Svensson.

Penningpolitiken kan alltså enligt etablerad teori och empiri, om inflationen hålls låg och stabil, inte påverka bostadspriserna på lång sikt. Svensson ville förklara varför. Hur bostadspriserna bestäms är ett mycket genomforskat och välförstått område. Som Peter Englund visar i Riksbankens utredning om riskerna på bostadsmarknaden bestäms bostädernas fundamentala värde i huvudsak av den långa reala bolåneräntan efter skatt och reala värdet på de boendetjänster som bostäderna levererar.² Det reala värdet på boendetjänsterna står i sin tur i en stabil relation till real disponibel inkomst (boendekostnaderna utgör 25-30 procent av disponibel inkomst).³ Det betyder att relationen mellan bostadspriser och disponibel inkomst i huvudsak bestäms av den långa reala bolåneräntan efter skatt, inklusive effekterna av förmögenhets- och fastighetsskatt. Som Englund visar förklaras utvecklingen av de svenska bostadspriserna i förhållande till disponibel inkomst huvudsakligen av en stark negativ trend i långa reala räntor efter skatt. I diagram 4 ser man en tydlig negativ trend i realräntan på femåriga realobligationer. Denna trend är en del av en global nedåtgående trend för realräntor. Enligt den etablerade synen på penningpolitiken kan den inte på lång sikt påverka långa realräntor. Penningpolitiken kan på lång sikt påverka långa bolåneräntor efter skatt bara i den utsträckning inflationstakten för ett givet skattesystem påverkar reala ränteavdrag och real förmögenhets- och fastighetsskatt. Med ett inflationsmål och låg och stabil inflation försvinner den möjligheten till påverkan. Då har penningpolitiken inte någon långsiktig effekt på bostadspriserna i förhållande till disponibel inkomst.

Penningpolitiken skulle fortfarande kunna påverka skulderna om den kan påverka belåningsgraden. Som man ser i diagram 5 finns det dock inget stöd för att en hög

² Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv" i Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, april 2011, s. 23-65.

³ Statistiska centralbyrån, Bostads- och byggnadsstatistisk årsbok 2012, tabell 9.1.8.

reporänta skulle resultera i lägre belåningsgrad. Det finns alltså, enligt Svensson, inget stöd för att penningpolitiken skulle kunna påverka skuldsättningen på lång sikt.

När det gäller kort sikt menade Svensson att penningpolitiken har mycket liten effekt på bostadspriser och ännu mindre på skuldkvoten, eftersom skuldkvotens täljare och nämnare på kort sikt rör sig åt samma håll. Ett typiskt resultat från empiriska skattningar är, enligt Svensson, att en procentenhet högre reporänta under fyra kvartal leder till drygt 2 procent lägre bostadspriser än annars. Samtidigt blir BNP och disponibel inkomst drygt 1 procent lägre än annars, medan arbetslösheten blir drygt 0,5 procentenhet högre än annars, vilket motsvarar cirka 25 000 jobb. Skuldkvoten blir drygt 1 procent lägre än annars. En procent lägre skuldkvot kostar alltså ungefär 25 000 jobb. Det är ungefär samma relation som Svensson nämnt tidigare, att 10 procent på bostadspriserna kostar ungefär 6 procent BNP och 3 procentenheter arbetslöshet, det vill säga 150 000 jobb.⁴ Vad Svensson kunde se finns det alltså inget stöd för att penningpolitiken på kortare sikt skulle kunna begränsa skuldsättningen märkbart utan stora kostnader i form av lägre inflation och högre arbetslöshet. Andra medel måste användas om skuldsättningen ska påverkas, som bolånetak och skatteregler, medel som kan påverka belåningsgraden eller långa reala bolåneräntan efter skatt på både kortare och längre sikt.

När det gäller dagens beslut om räntan och räntebanan förespråkade Svensson, liksom vid det förra penningpolitiska mötet, en betydligt lägre räntebana än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Liksom vid förra mötet ansåg han att uppföljningens prognoser för utländska styrräntor och omvärldens tillväxt ligger för högt. Han ansåg också att uppföljningens prognos för svensk inflation ligger för högt. En lägre reporänta och räntebana leder till en högre KPIF-inflation närmare målet och en lägre arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå och var därför enligt Svensson en bättre avvägd penningpolitik.

Även om man skulle acceptera antagandena i utkastet till uppföljningen om tillväxten i omvärlden och högre framtida utländska styrräntor än vad som impliceras av terminspriseringen skulle en lägre reporäntebana än huvudscenariots ge en bättre målluppfyllelse för KPIF-inflation och arbetslöshet. Det framgår tydligt i diagram 6, som visar huvudscenariot och prognoser för alternativa räntebanor med hjälp av Riksbankens modell Ramses. Slutsatsen gäller oavsett om man mäter arbetslöshetsgapet mot 6,25 eller 5,5 procent långsiktigt hållbar arbetslöshet. 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, menade Svensson.

Svensson ifrågasatte huvudscenariots prognos att KPIF-inflationen snabbt ska gå upp till 2 procent. Som framgår av diagram 7 har prognoserna från 2010 och framåt systematiskt

⁴ Svensson, Lars E.O., "Penningpolitik, skulder och arbetslöshet", tal vid SNS 14 november 2012.

överskattat KPIF-inflationen för 2012. Prognoserna går ganska snabbt upp till 2 procent, medan faktiskt utfall trendar ner. Varför skulle nuvarande prognos med en snabb uppgång till 2 procent vara en bättre prognos än de tidigare, frågade sig Svensson.

Ett annat prognosantagande som Svensson diskuterade gällde utländska styrräntor. Utländska terminsräntor (den grå linjen i diagram 8) är enligt Svenssons mening en mer realistisk prognos för utländska styrräntor i nuläget än huvudscenariots prognos (den gula linjen). Det ger, enligt Svensson, argument för en betydligt lägre räntebana. Det kan man se i diagram 9. Under antagande om utländska styrräntor enligt terminsräntor visar den KPIF- och arbetslöshetsprognosen för huvudscenariots räntebana och två lägre räntebanor. Lägre utländska styrräntor enligt terminsräntorna ger för huvudscenariots räntebana en större räntedifferens mellan räntebanan och utländska räntor, en starkare krona, en lägre inflationsprognos, lägre export och en högre arbetslöshetsprognos (de röda kurvorna i de två högra fälten i diagrammet). Den lägsta räntebanan i diagram 9 leder till bäst målpuppfyllelse (de blå kurvorna i de högra fälten).

Mot bakgrund av detta förordade Svensson en sänkning nu med 0,5 procentenheter till 0,75 procent och sedan en räntebana på 0,5 procent från och med andra kvartalet 2013 till och med första kvartalet 2014 och sedan en uppgång till 1,5 procent vid prognosperiodens slut. Hans bedömning var också att denna lägre räntebana inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning, eftersom, som han redan hade nämnt, penningpolitiken normalt endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och med låg och stabil inflation inga långsiktiga effekter.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ställde sig bakom de prognoser som presenterades i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Prognosen för omvärlden, menade hon, är i stort sett oförändrad i förhållande till prognosen i oktober. Wickman-Parak sa att hon i sitt inlägg skulle återkomma till detta senare eftersom hon ville uttrycka vissa nyanser i det sammanhanget. Mer centralt för beslutet i dag är den utveckling som skett i den svenska ekonomin sedan oktober.

Under hösten har det blivit allt mer tydligt att den svaga omvärlden och misstroendet förknippat med den politiska krisen gnagt sig in i den inhemska svenska ekonomin. Det här har accentuerats sedan oktober. Hon fortsatte med att kommentera några punkter som varit viktiga för hennes penningpolitiska ställningstagande.

Nationalräkenskapsstatistiken för tredje kvartalet visade en svagare utveckling för investeringarna än vad som väntades i den penningpolitiska rapporten i oktober, men mest överraskade den svaga privata konsumtionen. Den tidigare enda "motorn" i ekonomin dämpades betänkligt trots låg ränta och förhållandevis goda inkomstökningar bland hushållen. Konsumentförtroendet har försvagats rätt ordentligt även om nivåerna ännu inte är alarmerande.

Produktionen i tjänstesektorn har hållit emot relativt väl men nu kan man se att produktionen faller tillbaka och Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer för november uppvisade ett starkt fall för konfidensindikatorn som därmed ligger långt under det historiska genomsnittet.

I oktober justerade Riksbanken upp prognosen för arbetslösheten främst baserat på en ny bedömning av arbetsmarknadens funktionssätt, men även cykliska faktorer bidrog. Nu har prognosen åter reviderats upp, men denna gång är det bara cykliska faktorer som bidrar.

Wickman-Parak ställde sig bakom förslaget i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter på det penningpolitiska mötet och revidera ner räntebanan på det sätt som föreslås. Hon sa att hon på ett tidigt stadium i processen hade tyckt att ett alternativ för henne hade varit att föreslå en oförändrad reporänta och räntebana. Utifrån ett politiskt perspektiv har hösten varit kritisk både för USA och euroområdet och därmed för tillväxtutsikterna i omvärlden. Det hade hon nämnt redan på det penningpolitiska mötet i oktober. Det har funnits och finns fortfarande ekonomisk-politiska problem att lösa i ett antal länder. Eftersom mycket av det som sker i form av fallande förtroende och svagare siffror i botten grundar sig på faktorer i vår omvärld hade hennes tanke varit att ha lite "is i magen" och avvakta för att se lite klarare längre fram. Reporäntan ligger redan på en mycket låg nivå och en ytterligare sänkning skulle bara ge högst marginella effekter på den svenska ekonomin.

Men, fortsatte hon, allt eftersom statistiken kommit in har förändringen till det sämre när det gäller de inhemska faktorerna som hon nyss nämnt, fått henne att tänka i lite andra banor. En sänkning med 25 räntepunkter och en platt räntebana några kvartal därefter förefaller vara ett rimligt alternativ.

Under beredningsprocessen, sa Wickman-Parak, hade det diskuterats både 25 och 50 räntepunkters sänkning och olika räntebanor därefter. Hon menade att de beräkningar som gjorts för alla de alternativ som studerats bara gett små utslag på prognosen för den reala ekonomin och på inflationsprognosen. Det som kunnat ses den senaste tiden, bortsett från svaga utfall, är ett ganska starkt fall i förtroendet bland ekonomins aktörer. Hon ställde sig frågande till om man verkligen kunde rätta upp det med räntepolitiken så att det inte biter sig fast och ger än större avtryck på den reala ekonomin.

En sänkning av reporäntan med 25 räntepunkter på det penningpolitiska mötet är förväntad och har till en del förmodligen redan gjort avtryck på räntor till hushåll och företag. Den bör även till stor del vara inprisad i växelkursen och en utebliven sänkning skulle kunna få en viss apprecierande effekt på kronan. När det gäller att stärka förtroendet gör nog 25 räntepunkter ner på reporäntan vare sig till eller ifrån, menade Wickman-Parak.

Att sänka reporäntan med 50 räntepunkter skulle ha en överraskningseffekt, vilket skulle kunna påverka kronkursen och ge visst stöd till exporten, men det stödet ska inte

överdrivas eftersom problemet i grunden handlar om en svag omvärldsefterfrågan. Kassaflödeseffekten för hushåll med rörliga bolån skulle också bli lite större. Det skulle påverka hushållens konsumtionsutrymme positivt men givet lågt förtroende bland hushållen kan det i stället ge ett ökat sparande. Företagen är osäkra på konjunkturutsikterna och att tro att en sänkt ränta skulle få någon avgörande effekt på investeringarna bedömde Wickman-Parak inte som särskilt realistiskt.

Det kan finnas en föreställning om att direktionen aldrig sänker reporäntan med mer än 25 räntepunkter om vi inte befinner oss i, eller ser framför oss, en allvarlig kris. Själv menade hon att hon var en förespråkare för gradvisa ränteförändringar, men att det för hennes del inte handlar om en så fast princip att den bara kan frångås vid fara för djup kris. En situation som skulle kunna motivera en större sänkning, fortsatte hon, skulle kunna vara den man ser nu där konjunkturen försvagats ganska snabbt på kort tid. Men även med 50 räntepunkters sänkning kan man ifrågasätta den förtroendeskapande effekten. Hennes bedömning var att den är marginell.

Den typ av avvägningar penningpolitiken står inför idag är ganska hårfina och skillnaden i effekterna av de olika alternativen är små. Reporäntan är redan låg och den föreslagna sänkningen i kombination med nedjusterad räntebana innebär en negativ realränta ända fram till slutet av 2014. Den låga inflationen idag och den man kan se framför sig det närmaste året kan penningpolitiken inte göra mycket åt och när man avväger penningpolitiken bör blicken vara riktad lite längre fram, menade Wickman-Parak. Det påverkade hennes beslut.

Hon menade att man inte kunde vara säker på hur transmissionsmekanismen fungerar i olika situationer. Det grundläggande problemet för den svenska ekonomin hänger samman med osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden och det kan mycket väl vara så att den osäkerheten minskar betydligt relativt snart om fortsatta adekvata ekonomiskpolitiska åtgärder vidtas. I ett sådant läge skulle de svenska penningpolitiska effekterna, som verkar med en viss tidsfördröjning, komma i en situation när inflationen redan är nära målet och resursutnyttjandet närmar sig det normala. Den här risken blir större med större räntesänkningar, menade Wickman-Parak.

Wickman-Parak sa också att ett argument för hennes beslut var hennes bedömning att det finns en rimlig chans för en bättre tillväxt i omvärlden under loppet av nästa år. Hon menade att statistiken från USA som kommit in sedan det penningpolitiska mötet i oktober pekar i den riktningen, även om situationen än så länge grumlas av osäkerheten kopplad till förhandlingarna om den kommande finanspolitiken. Kina är ett annat land där konjunkturutsikterna ser bra ut. I euroområdet blir BNP-tillväxten svag även om det finns små krockar uppåt i vissa förtroendeindikatorer. De befinner sig på mycket låg nivå och hon drog inga stora slutsatser av det. Men hon menade att om ekonomin i omvärlden utanför euroområdet växer lite snabbare får det positiva effekter även på länderna i euroområdet. En viktig faktor i ett förtroendeperspektiv är, fortsatte hon, också

att den ekonomiskpolitiska situationen stärkts i bemärkelsen att faran för ett uppbrutet euroområde nu inte uppfattas som överhängande.

En sådan här utveckling i omvärlden skulle vara den bästa förtroendestärkaren för svenska hushåll och företag och skulle med en viss eftersläpning påverka utfallen i den svenska ekonomin. Det här, menade Wickman-Parak, har man bättre förutsättningar att bedöma senare i vinter.

Den europeiska ekonomin kan givetvis hamna i en förvärrad kris. Om så blir fallet ändras förutsättningarna för penningpolitiken. Den penningpolitik Riksbanken bedriver debatteras livligt och det är bra. Men man ska komma ihåg att reporäntan redan är mycket låg och hur effektiv en sänkt ränta är vid en massiv förtroendekris som har sitt ursprung i omvärlden måste tas i beaktande. Man skulle kunna önska sig att diskussionen om vilken policymix som är lämplig i olika situationer fick en större plats i debatten, avslutade Wickman-Parak.

Första vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att konstatera att hon i stort delade bedömningen av den ekonomiska utvecklingen som förutses i omvärlden och Sverige såsom den redovisas i utkastet till penningpolitisk uppföljning.

Svensk ekonomi har bromsat in rejält under de senaste månaderna. Inbromsningen var visserligen väntad, men den har blivit något kraftigare än vi förutsåg i den penningpolitiska rapporten i oktober. Den svenska utvecklingen måste ses i perspektiv av vad som händer framförallt på våra exportmarknader. Trots en stark svensk utveckling i början av året har ekonomin nu successivt smittats av den svaga utvecklingen framförallt i Europa. Minskad efterfrågan på svenska exportprodukter spiller nu över och syns också i inhemska sektorer. Detta visar sig i form av minskad inhemsk efterfrågan och minskad sysselsättning.

En stor del av svensk export går till euroområdet, fortsatte af Jochnick. Den svenska ekonomin är därför beroende av att utvecklingen i euroområdet vänds till att bli mer positiv. För att nå en mer positiv utveckling i euroområdet behövs fortsatt att föreslagna ekonomisk-politiska åtgärder vidtas och implementeras så att den finansiella stabiliteten vidmakthålls. Hon menade att det finns skäl att tro att en vändning uppåt kan förväntas mot slutet av 2013. Euroområdet måste dock analyseras land för land. Det har gjorts vissa framsteg när det gäller konkurrenskraft och skuldanpassning men det är nog ganska klart att flera länder i södra Europa kommer att ha anpassningsproblem under en längre period. Även i Tyskland är tillväxten låg och BNP förutses falla i euroområdet som helhet i år. Men om eurokrisen hanteras på rätt sätt bedöms förtroendet hos hushåll och företag i euroområdet återvända gradvis nästa år. Tyskland har en konkurrenskraftig exportindustri, vilket skapar förutsättningar för en återhämtning när tillväxten i världsekonomin ökar igen. När den tyska exporten ökar i snabbare takt igen är det positivt för både euroområdet och Sverige.

Efter ett svagt 2012 bedöms i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen att världsekonomin växer i relativt god takt 2013–2015. Det finns dock frågetecken vad gäller hanteringen av "fiscal cliff" i USA. Mycket talar ändå för att man från politisk nivå kommer att se till att den finanspolitiska åtstramningen i amerikansk ekonomi inte blir alltför kraftig 2013. Det innebär att tillväxten i USA kommer att utvecklas positivt. Vad gäller tillväxtekonomierna så utvecklas dessa väl under 2013 och exempelvis BRIC-länderna bedöms få en tillväxt på 6,7 procent.

af Jochnick betonade att när ekonomin återhämtar sig i andra delar av världen så kommer Europa att kunna dra nytta av det. Successivt kommer också efterfrågan på svenska varor leda till en ökad svensk export och därmed högre tillväxt, minskad arbetslöshet och högre inflation.

Vad gäller de finansiella marknaderna i Europa så har dessa stabiliserats under hösten 2012. Riskpremierna för såväl stater som finansiella företag har kommit ner väsentligt sedan i somras. Avgörande för den lugnare utvecklingen har varit de beslut som tagits för att stärka samarbetet inom euroområdet. Beslut om stödprogram av olika slag och beslut om inrättande av en bankunion har lugnat marknaderna. Beslutsprocessen i euroområdet är dock långsam och det saknas fortfarande konkreta besked i många frågor. Det är dock viktigt att konstatera att avgörande beslut har tagits vilket innebär att det finns förutsättningar att förtroendet för såväl det institutionella ramverket som för banker och företag i euroområdet successivt kommer att stärkas, menade af Jochnick.

Stressindex som mäter volatilitet i olika delar av finansmarknaden har minskat till betydligt lägre nivåer än vad vi sett under senare år. Volatiliteten i olika marknadssegment har minskat i takt med att beslut fattats om åtgärder och osäkerheten har därmed minskat. Den senaste pusselbiten gäller utformningen av banktillsynen inom ramen för en bankunion. Det beslut som fattats förefaller rimligt för deltagande länder. Samarbetet om tillsyn av större banker inom euroområdet stärks och fokus kommer i första skedet vara på de större gränsöverskridande bankerna. Det är en rimlig avvägning eftersom det huvudsakligen är dessa banker som är viktiga för det europeiska banksystemets stabilitet och i förlängningen förmågan att stödja företag och hushåll på ett effektivt sätt, sa af Jochnick.

Vad gäller svensk ekonomi så är det klart att den nu bromsar in tydligt. Flera stora företag har utfärdat varsel under hösten. Man kan också se att hushåll och företags syn på framtiden och den makroekonomiska utvecklingen är mer pessimistisk än vad man kunde förvänta sig givet prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Detta har bidragit till lägre efterfrågan eftersom hushåll och företag är mer försiktiga med konsumtion och investeringar och i stället ökar sitt sparande. af Jochnicks bedömning är att svensk ekonomi kommer att vara fortsatt svag under större delen av nästa år och det är först när man kan se en stabilisering i euroområdet och en återhämtning i svensk

export och ökad framtidstro som den svenska BNP-tillväxten förbättras, menade af Jochnick.

Inflationen ligger på en historiskt låg nivå i Sverige och förväntas vara låg under en tid för att sedan stiga och nå inflationsmålet under 2014. Hon sa att det finns flera skäl till den låga nivån i nuläget: låg ökningstakt i arbetskostnader i samband med finanskrisen, lågt resursutnyttjande och en förstärkning av kronan. Inflationsprognosen är nedreviderad främst för det närmaste året. På kort sikt beror det delvis på att energipriser antas öka något mindre än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i oktober. På lite längre sikt beror det till stor del på att löner väntas öka långsammare. Även inflationsförväntningarna har i det korta perspektivet kommit ner på låga nivåer, men ligger på längre sikt på 2 procent.

af Jochnick menade att ett något sämre efterfrågeläge i Sverige jämfört med bedömningen i oktober och en låg inflation och stigande arbetslöshet gör att det finns skäl att sänka reporäntan med 25 räntepunkter och att justera ner reporäntebanan. Med en sådan penningpolitik understödjs svensk ekonomi och inflationen kommer att nå målet på 2 procent 2014.

af Jochnick avslutade med att säga några ord om hushållens skuldsättning eftersom det har varit en fråga som debatterats tidigare under hösten. Från hennes perspektiv är frågan om nivån på hushållens skuldsättning fortfarande viktig. Hon betonade dock att hushållens skuldsättningsgrad inte är något som penningpolitiken påverkar snabbt med reporäntan. Ur penningpolitisk synvinkel är det överordnade målet att fokusera på inflationsmålet på 2 procent. Mot bakgrund av det svaga konjunkturläget och de pessimistiska hushållen såg hon i det korta perspektivet begränsade risker med hushållens skuldsättning. Sedan bolånetaket infördes har dessutom hushållens belåningsgrad sjunkit. Men det finns fortsatta risker med hushållens skuldsättning. Därför såg hon i det längre perspektivet ett behov av att stärka de krav som berör hushållens skuldsättning för att minska risken för störningar.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att liksom af Jochnick nämna att det redan i den penningpolitiska rapporten i oktober förväntats att svensk ekonomi skulle påverkas av den svaga omvärldskonjunkturen. Nu har detta inträffat med en stigande arbetslöshet och vikande efterfrågan på bred front. Att penningpolitiken behöver bli mer expansiv i det läget bedömde Ekholm att alla i direktionen nog var överens om.

Hon menade dock att hon var frustrerad över att responsen på utvecklingen varit senfärdig och reaktiv snarare än framåtblickande och aktiv. Hon frågade sig varför inte beslutet redan i oktober blev att sänka reporäntan, givet att man redan då såg en hel del nedåtrisker och hade förväntan om en svag omvärldsutveckling. Men enligt Ekholm verkar fokus dels ha legat på hushållens skuldsättning, dels fanns det kanske en förhoppning om

att Sverige inte skulle drabbas så hårt av den svaga utvecklingen i omvärlden och att penningpolitiken därför inte skulle behöva användas för att motverka ett efterfrågefall.

Ekholm betonade dock att om man tittar på hur svensk ekonomi har utvecklats under den senaste tiden så tyder det mesta på att efterfrågetrycket har varit för lågt ganska länge. Sverige har ett stort bytesbalansöverskott, trots att växelkursen numera inte är särskilt svag, vilket tyder på att den inhemska förbrukningen av varor och tjänster är förhållandevis låg. Inflationen mätt med KPIF tycks ha fallit mer eller mindre trendmässigt sedan 2010 – vilket framgår av bild 7 i det batteri av diagram som Svensson delat ut – och den är nu under 1 procent. Arbetslösheten har förblivit på en hög nivå, långt högre än vad som kan anses vara en långsiktigt hållbar nivå. Allt detta är tecken på att efterfrågan är för låg i Sverige och att den i princip har varit det sedan finanskrisen 2008–2009, menade Ekholm.

Ekholm framhöll att Riksbankens huvuduppdrag är att se till att efterfrågan hålls så stabil som möjligt på den nivå som är förenlig med inflationsmålet. Hon förklarade sedan att hon inte tyckte att Riksbanken hade gjort ett vidare bra jobb när det gäller att utföra detta uppdrag under den senaste tiden. Penningpolitiken har hamnat efter kurvan och inte bidragit som man skulle kunna förvänta sig till att stabilisera utvecklingen.

Hon ställde frågan om det är värt att missa att få upp inflationen till kring 2 procent och få ner arbetslösheten till någon slags långsiktigt hållbar nivå för att med reporäntan försöka påverka hushållens skuldsättning. Ekholm tyckte inte det. Hon menade att det är att ta betydande samhällsekonomiska kostnader för att försöka uppnå något som det är högst osäkert om det överhuvudtaget går att uppnå med reporäntan. Alla beräkningar som Riksbanken har gjort hittills tyder på att reporäntan har mycket liten effekt på hushållens skuldsättning, vilket bland annat framgår av Diagram 16 i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Samtidigt har den betydande effekter på inflation och resursutnyttjande.

Ekholm menade att hon möjligen kunnat tycka att det hade kunnat vara motiverat att bedriva en slags "leaning against the wind"-politik under den period när det verkligen skedde en snabb uppbyggnad av hushållens skulder. Men det var under åren före finanskrisen som tillväxten i hushållskrediter var uppe i tvåsiffriga tal. Då fanns det verkligen en vind att försöka luta sig emot. Nu ligger kredittillväxten på under 5 procent i årstakt och den har gjort så under merparten av detta år. Bostadspriserna verkar ha varit ganska stabila under de senaste två åren. Så varför bedriva en sådan "leaning against the wind"-politik nu? Målsättningen kan ju knappast vara att med reporäntans hjälp få ned hushållens skuldkvot markant, eftersom det förmodligen skulle förutsätta ett prisfall på bostadsmarknaden, menade hon. Penningpolitiken skulle kanske kunna åstadkomma ett sådant prisfall genom att bedrivas så stramt att resurserna inte utnyttjas fullt ut för att efterfrågan är för låg, men det utgick hon ifrån att ingen i direktionen ville.

Ekholm förklarade sedan att hon ansåg att Riksbanken ska verka för att skydda hushållen mot de risker som en hög skuldsättning för med sig, men att hon tyckte att det ska göras på andra sätt än genom att sätta reporäntan högre än vad som motiveras av inflationsmålet. Hon menade att Riksbanken istället ska verka för att uppnå en bra makrotillsyn i Sverige och att Riksbanken ska ta sig an frågan om och i så fall hur bostadsmarknaden skulle behöva förändras för att Riksbanken ska bedöma att den inte skapar risker för den makroekonomiska utvecklingen och den finansiella stabiliteten.

Ekholm var alltså kritisk till den politik som har förts under senare tid och ansåg att den hade behövt vara mer expansiv. I utkastet till penningpolitisk uppföljning föreslås en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter och sedan en bana som ligger lite under 1 procent till tredje kvartalet 2013. Hon tyckte egentligen att en större sänkning än 0,25 procentenheter är motiverad och skulle föredragit en sänkning med 0,5 procentenheter. Men eftersom den föreslagna sänkningen ändå är ett steg i rätt riktning, enligt hennes uppfattning, så reserverade hon sig inte mot den. Hon skulle dock reservera sig om den föreslagna räntebanan samlar en majoritet, för hon ansåg inte att en sänkning till strax under 1 procent utgjorde en väl avvägd penningpolitik. Räntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning ger upphov till en prognos där inflationen mätt med KPIF når upp till 2 procent ganska långt in i prognosperioden – någon gång i början av 2014 – och sedan ligger kvar där samtidigt som arbetslösheten inte ens kommer ned till en långsiktigt hållbar i slutet av prognosperioden. En lägre räntebana skulle ge en bättre avvägd penningpolitik genom att inflationen snabbare skulle kunna komma upp till 2 procent och arbetslösheten ned till en långsiktigt hållbar nivå. Bild 6 som Svensson tidigare hänvisade till visar detta tydligt.

Ekholm ansåg därför att reporäntan behövde sänkas mer och förordade en bana som går ned till 0,75 procent i början av nästa år och sedan ligger där till och med första kvartalet 2014, för att sedan successivt stiga till 1,75 procent. Det är ungefär den räntebana som hon förordade vid beslutstillfället i oktober, fast något förskjuten, och en bana som ligger cirka 0,25 procentenheter över Svenssons föreslagna räntebana.

Som vanligt är prognosen för de utländska styrräntorna en mycket kritisk komponent i omvärldsprognosen när det gäller att bedöma vad som är en lämplig räntebana för Sverige. Som det har varit under senare tid så ligger prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning ganska nära marknadsförväntningarna så som de kan utläsas av implicita terminräntor under merparten av prognosperioden, men börjar avvika mot slutet, vilket framgår av bild 8 som Svensson hänvisade till. Denna avvikelse har potentiellt sett stor betydelse för resten av prognosen, eftersom den enligt modellsamband har stor betydelse för växelkursen och därmed inflationen och resursutnyttjandet. Ekholm menade att hennes strategi när det gäller att hitta en lämplig reporäntebana är att den i modellsimuleringar ska se acceptabel ut oberoende av om man baserar prognosen för utländska styrräntor på implicita terminräntor eller de

samband som varit utgångspunkten för den prognos som finns i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Den bana hon förordade tyckte hon någorlunda uppfyllde den målsättningen. Men som hon hade betonat vid tidigare beslutstillfällen så gjorde hon inte anspråk på att ha hittat den bana som ger den bästa möjliga avvägningen mellan att stabilisera inflationen kring 2 procent och arbetslösheten kring en långsiktigt hållbar nivå.

Vice riksbankschef **Per Jansson** bedömde, liksom ledamöterna som hade talat före honom, att det nu var lämpligt att bedriva en något mer expansiv penningpolitik än i oktober. Konkret hade han framförallt funderat kring två alternativ. Det första innebär att reporäntan nu sänks med 0,25 procentenheter och det andra att reporäntan sänks med 0,5 procentenheter. I oktober var Janssons utgångspunkt att reporäntan kunde lämnas oförändrad och att det räckte med att sänka räntebanan. Men nu menade Jansson alltså att reporäntan bör sänkas omgående. Han avsåg i sitt inlägg att förklara varför han nu bedömde att det var lämpligt att omgående sänka reporäntan och vilket av de två penningpolitiska alternativen som han till slut fastnat för.

När det gäller den internationella utvecklingen menade Jansson att det inte hade skett några stora förändringar sedan det penningpolitiska mötet i oktober. Behovet av att sänka reporäntan hängde alltså inte ihop med en sämre omvärldsbild. Skälet var, precis som Wickman-Parak varit inne på, istället att effekterna av den svaga utvecklingen i vår omvärld nu sätter oväntat stora avtryck i den svenska ekonomin. Detta har givetvis inte skett över en natt utan det har rört sig om ett gradvist förlopp under hösten. Men nu har tillräckligt mycket information och data samlats, så att en ganska tydlig bild träder fram, menade Jansson.

En pusselbit utgörs av BNP-utfallet i Sverige för det tredje kvartalet. Vid första påseende kan utfallet ha förefallit vara starkt; en säsongsrensad ökning jämfört med andra kvartalet på 0,5 procent, att jämföra med en prognos på 0,2 procent i den penningpolitiska rapporten i oktober. Men tränger man bakom den aggregerade siffran blir det tydligt att såväl viktiga delar av den inhemska efterfrågan såsom exporten utvecklades svagare än förväntat. Det som bidrog till att BNP ökade mer än i prognosen i oktober var att företagen ökade sina lager mer än förväntat och att importen var oväntat svag. Detta gör att den mer underliggande tillväxttakten är betydligt sämre än vad själva BNP-siffran i sig ger sken av.

En annan pusselbit gavs enligt Jansson av BNP-indikatorer i form av både hårddata och data från enkäter bland hushåll och företag. Här framkommer en ganska dyster bild där försvagningen i olika delar av ekonomin både blivit successivt djupare och kommit att omfatta allt fler sektorer och aktivitetsområden. Konjunkturinstitutets sammanfattande barometerindikator har sedan prognosen i oktober fallit med knappt 10 enheter och ligger nu ca 1,5 standardavvikelse under ett normalläge. Bortsett från krisåren 2008–09 har indikatorn bara varit på en sådan låg nivå vid ett enda tillfälle under 2000-talet.

Särskilt oroväckande i sammanhanget är att svaghetstecknen nu också blir allt mer tydliga i tjänstenäringarna.

Sammantaget menade Jansson att det således var tydligt att BNP-tillväxten i Sverige under det fjärde kvartalet och en bit in på 2013 kommer att bli ganska svag och sämre än i prognosen i den senaste penningpolitiska rapporten. Prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen är att BNP ska falla med 0,2 procent fjärde kvartalet och öka med 0,2 procent första kvartalet 2013. I den penningpolitiska rapporten var motsvarande siffror 0,2 procent och 0,5 procent. Nedrevideringen av tillväxtutsikterna på kort sikt som gjorts är alltså ganska rejäl. Trots detta kunde Jansson för egen del mycket väl tänka sig att utvecklingen blir ännu något sämre än vad som nu antas i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

En konsekvens av detta menade Jansson var att han inte heller ville utesluta att den svenska arbetsmarknaden skulle kunna drabbas hårdare än vad som antas i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Där stiger arbetslösheten till som mest 8,2 procent under andra halvan av 2013. Visserligen är antalet kvarstående och nyanmälda lediga platser fortfarande på ganska höga nivåer, men antalet varsel har ökat påtagligt under hösten och företagens anställningsplaner har sjunkit. Mot denna bakgrund är det inte osannolikt att både arbetslösheten och sysselsättningen kan komma att utvecklas lite sämre än vad som förutsätts i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Jansson ville dock vara tydlig med att de synpunkter han framfört på BNP-prognosen och prognosen för arbetsmarknaden inte betyder att han avsåg att reservera sig mot bedömningarna i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Flera av ledamöterna som under året tillhört majoriteten i direktionen har pekat på att det i penningpolitiken funnits en avvägning mellan behoven av att å ena sidan mer kortsiktigt stabilisera inflationen och den ekonomiska utvecklingen, och å andra sidan mer långsiktigt undvika finansiella obalanser, till exempel en överskuldssättning bland svenska hushåll. Jansson delade synen att en sådan avvägning funnits och alltjämt finns. Att den svenska konjunkturen nu försämras mer än vad som tidigare förväntats gör att skälen till att bedriva en mer expansiv penningpolitik blivit klart starkare. Det är också detta som gjort att Jansson nu menade att det fanns ett behov av att omedelbart sänka reporäntan.

Det ledde honom vidare till frågan om storleken på den lämpliga reporäntesänkningen. Som han inledningsvis förklarat hade han funderat kring två alternativ: att sänka med 0,25 procentenheter eller med 0,5 procentenheter. När han vägt för- och nackdelar mot varandra hade han till slut kommit fram till att han ville stödja den mer försiktiga politiken, det vill säga att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter. Därmed kunde Jansson också konstatera att han inte bara stod bakom de prognoser över ekonomin som fanns i utkastet till penningpolitisk uppföljning utan även den penningpolitik de baserades på.

När det gäller motiven till detta ställningstagande, fortsatte Jansson, är det till en början viktigt att konstatera att prognoskillnaderna jämfört med den större räntesänkningen är mycket små. Enligt de beräkningar som avdelningen för penningpolitik gjort stiger inflationen mot målet ungefär lika fort för de bägge alternativen. Under 2014 är KPIF-inflationen ett par tiondelar högre när räntan sänks med 0,5 procentenheter.

Till bilden hör också, som påpekats vid flera tillfällen tidigare, att reporäntan redan är mycket låg. Om räntan nu sänks med 0,25 procentenheter kommer den reala reporäntan att bottna på ca -1 procent under 2013 och förbli negativ de kommande två åren.

Jansson menade vidare att den mer försiktiga penningpolitiken innebär att riskerna för hushållens skulder, allt annat lika, internaliseras på ett lite bättre sätt. Ingetdera alternativet innebär förstås någon dramatisk ökning av riskerna för skuldernas utveckling. Men en mindre räntesänkning är i sammanhanget ändå att föredra. Han upprepade att de svenska hushållens skuldsättning är oroväckande hög och att det är angeläget att beslutsfattare i Sverige tillsammans funderar på om åtgärder behöver vidtas och i så fall vilka. Jansson påpekade här att han ansluter sig till det som af Jochnick sagt i sitt tidigare inlägg, att detta i första hand är ett mer långsiktigt problem. Att reporäntan är mycket låg illustrerar ju också att penningpolitiken prioriterar de mer kortsiktiga inflations- och konjunkturutsikterna.

Ett annat argument mot den större räntesänkningen som dykt upp under diskussionerna inför detta möte är att en sådan, tvärtemot intentionerna, skulle kunna öka oron bland hushållen och företagen. Argumentet tar sin utgångspunkt i att Riksbanken hittills bara valt att sänka räntan med mer än 0,25 procentenheter i lägen som varit väldigt exceptionella. Eftersom tanken är att få en så stor positiv effekt som möjligt på stämmningsläget bland hushåll och företag är en ökad oro givetvis inte alls vad man skulle vilja uppnå. Detta menade Jansson hade också på marginalen bidragit till att han till slut inte valt att förorda alternativet med den större räntesänkningen.

Riksbankschef **Stefan Ingves** delade synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin som finns i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Han ställde sig också bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter och den nya räntebanan.

De ekonomiska förhållandena under den senaste tiden, den svaga utvecklingen i omvärlden, särskilt i euroområdet, och det låga inflationstrycket, har gjort det lämpligt att sänka reporäntan för att inflationen ska kunna stiga mot målet på 2 procent, samtidigt som resursutnyttjandet normaliseras.

I USA fortsätter konjunkturåterhämtningen och skuldanpassningen har kommit en bit på väg. Det finns också fortsatta tecken på en vändning på bostadsmarknaden. Även på arbetsmarknaden sker en återhämtning, även om det går långsamt. Ingves utgick i sitt penningpolitiska ställningstagande ifrån att "fiscal cliff"-problematiken i slutändan inte

leder till att det sker en allt för stor finanspolitisk åtstramning och inte någon större katastrof för ekonomin. Samtidigt väntas den globala tillväxten sammantaget vara ganska normal, vilket ju är något som gynnar en exportnation som Sverige.

Utvecklingen i euroområdet präglas av skuldskrisen. I euroområdet är flera makroindikatorer svaga, till exempel industriproduktionen och konsumentförtroendet och arbetslösheten har ökat. Det finns dock enligt Ingves ett och annat tecken på att botten kan ha nåtts, till exempel i termer av det senaste utfallet av inköpschefsindex för tillverkningsindustrin. Man har kommit några steg på vägen i anpassningen av de obalanser som byggdes upp före krisen när det gäller konkurrenskraft, bytesbalans samt offentlig och privat skulduppbyggnad. En strukturell anpassning vandrar över Europa, exempelvis är Irland och Spanien på väg mot jämvikt i bytesbalansen. Det finns därför skäl att tro att tillväxten kommer igång igen under prognosperioden.

Riskpremierna för stater, företag och banker stabiliserades under hösten på lägre nivåer jämfört med i somras. Den europeiska centralbanken (ECB), EU och IMF har infört flera olika stödinsatser för att lösa de mer akuta problemen. Osäkerheten reduceras gradvis även om det tar tid. Prognosen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen utgår ifrån att åtgärder vidtas i euroområdet och att förtroendet gradvis förbättras. Ansvaret för att hantera problemen ligger i första hand fortsättningsvis hos politikerna i respektive land, menade Ingves.

Om det skulle uppstå en ökad osäkerhet när det gäller implementeringen riskerar skuldavvecklingen dra ut på tiden vilket kan förlänga konjunkturedgången. Utvecklingen i euroområdet utgör därför fortfarande en risk för ekonomin i andra länder, inklusive Sverige. Detta är något som Wickman-Parak och andra redan varit inne på i sina inlägg på ett förtjänstfullt sätt.

Även om den svenska ekonomin visat motståndskraft under den finansiella krisen i Europa noteras nu större påverkan från den svaga utvecklingen i omvärlden. I november föll framtidsförtroendet i flera branscher och exportorderingången har fallit. Hushållens syn på den svenska ekonomin har blivit mer pessimistisk, medan deras syn på den egna ekonomin inte är lika dyster. På arbetsmarknaden har varslen ökat och det bidrar till att prognosen för arbetslösheten har reviderats upp i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Prognosen för BNP-tillväxten för de närmaste kvartalen är nedreviderad jämfört med oktoberrapporten. Men den expansiva penningpolitiken bidrar till att tillväxten gradvis ökar under 2013 och 2014. Analysen bygger på ett antagande om ett svagt 2013, men sedan en ganska snabb normalisering av svensk tillväxt och inflation.

Inflationen är låg i nuläget på grund av svagt ökande lönekostnader, den tidigare förstärkningen av kronan och ett lågt resursutnyttjande. Energipriser och löner väntas öka mindre än vad som tidigare antagits. Riksbankens räntesänkningar bidrar till att

förändringstakten för KPI, som påverkas av hushållens räntekostnader, blir negativ de närmaste månaderna, sa Ingves.

Men inflationstrycket kommer att öka gradvis under prognosperioden. Penningpolitiken är mycket expansiv och det bidrar till att resursutnyttjande ökar och löner stiger snabbare. Till det kan läggas att kronan väntas vara stabil och dess prisdämpande effekt avta. Mätt med KPIF, som inte påverkas av räntekostnader, närmar sig inflationen 2 procent 2014. KPI-inflationen, som påverkas av att vi så småningom behöver höja reporäntan, väntas uppgå till drygt 2,5 procent i slutet av prognoshorisonten.

Ingves vill också framhäva att riskerna med hushållens höga skuldsättning kvarstår. Han menar att det finns en koppling mellan penningpolitik och skulduppbyggnad. Räntebeslutet motiveras av det svagare konjunkturläget och den lägre inflationen också under beaktande av riskerna för finansiella obalanser under de närmaste åren. Andra åtgärder är nödvändiga då problem kan uppstå bortom prognoshorisonten.

Sammantaget, menade Ingves, motiverar de försämrade konjunkturutsikterna och det låga inflationstrycket en sänkt reporänta. Räntebeslutet innebär också en nedrevidering av reporäntebanan. Det bidrar till att inflationen stiger mot målet och att sysselsättningen stabiliseras i ett långsiktigt perspektiv. Samtidigt fortsätter penningpolitiken att beakta riskerna för finansiella obalanser. Det behövs bättre regelverk för att minska riskerna på det området. Utvecklingen i omvärlden är också något som måste följas noga, avslutade Ingves.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde diskussionen med att konstatera att den förda penningpolitiken har varit påtagligt expansiv och att Riksbanken har tydliggjort att så måste vara fallet med hänsyn till inflationen och realekonomin. Jansson hade därför personligen lite svårt att förstå den fräna kritik mot penningpolitiken som har förts fram av vissa. Han påpekade vidare att det är bra att hushållens höga skuldsättning gradvis fått en allt större uppmärksamhet och att detta har skett utan att Riksbanken har behövt göra så mycket med reporäntan. Ibland sägs att ett hänsynstagande till hushållens skuldsättning går utanför Riksbankens mandat, men det hade Jansson lite svårt att förstå. Vad det i grunden handlar om är ju att undvika makroobalanser på lite längre sikt. Detta är förstås helt och hållet i linje med Riksbankens mandat, ansåg Jansson.

Vidare ställde Jansson en fråga till Wickman-Parak som, liksom han själv, verkade ha funderat en hel del på möjligheten att vid mötet sänka reporäntan med 0,50 procentenheter. Jansson undrade hur Wickman-Parak i sammanhanget värderat risken att en sådan åtgärd skulle kunna öka, snarare än dämpa, oron bland hushåll och företag. Skulle en sådan åtgärd verkligen kunna uppfattas som en signal att Riksbanken anser att Sverige nu befinner sig i kris?

I en replik menade vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** att Janssons fråga är viktig att ställa, bland annat på grund av att de som rapporterar om Riksbanken kan ha en tendens att framför allt plocka upp det som är alarmistiskt. Wickman-Parak gjorde dock bedömningen att en sådan risk är liten då hon har stort förtroende för att Riksbanken på ett bra sätt kan kommunicera det budskap som man vill föra fram. Hon menade därmed att den risken inte skulle avhålla henne från att ta ett sådant beslut om hon ansåg det lämpligt.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** lyfte fram att hon tycker att det diagram över KPIF-inflationens utveckling och Riksbankens prognoser som Svensson tidigare hänvisade till (Diagram 7) är något illavarslande. Hon menade att det ser ut som att Riksbanken under den senaste tiden har fått justera ned inflationsprognosen baserat på att utfallen varit lägre än prognosticerat. Det verkar också som om prognosfelen det senaste året varit ganska betydande. Ekholm menade att det fick henne att undra om den nuvarande prognosen att inflationen ska komma upp till 2 procent i början av 2014 är realistisk. Hon tyckte att det är viktigt att klargöra vad det är som krävs för att inflationen verkligen ska göra det. Som Ingves nämnde tidigare innebär en prognos för växelkursen som håller sig stabilt på ungefär nuvarande nivå i alla fall ingen nedåtpress på priserna från växelkursen. Men räcker detta för att KPIF-inflationen ska komma upp till 2 procent om drygt ett år, undrade Ekholm.

Vidare anknöt Ekholm till Janssons inlägg om att han tyckte att det var positivt att hushållens skuldsättning fått en allt större uppmärksamhet under senare tid utan att Riksbanken har behövt göra så mycket med räntan. Hennes tolkning av att hushållens skuldnivå hade stabiliserats utan några höjningar av räntan var att skuldnivån helt enkelt inte påverkas så mycket av reporäntan jämfört med andra faktorer. Jansson sa vidare att det var viktigt att förstå att reporäntan behöver hållas uppe för att undvika makroobalanser på lite längre sikt. Men Ekholm menade att det nog är svårt att få förståelse för att räntan ska hållas uppe för att undvika att inflationen blir för låg någon gång i framtiden, eftersom en högre ränta förknippas med en lägre inflation enligt de vanliga vedertagna sambanden.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** kommenterade ett av Wickman-Paraks tidigare inlägg. Wickman-Paraks inlägg kan tolkas som att om räntesänkningar skulle ha lägre effekt på inflation och arbetslöshet än vanligt skulle detta vara ett skäl till att sänka mindre snarare än mer. Svensson höll inte med om detta utan menade att om effekten skulle vara mindre och/eller komma senare är det snarare ett skäl till att sänka mer och tidigare. Svensson jämförde med att köra bil på en krokig väg. Om framhjulen vrider sig mindre och med fördröjning för givet rattutslag får man vrida på ratten mer och tidigare för att inte hamna i diket.

Flera i direktionen hävdar att penningpolitiken idag är mycket expansiv, med hänvisning till att nominell och real styrränta är låg i en historisk jämförelse. Svensson hävdade att en

historisk jämförelse i detta läge är missvisande. Som framgår av diagram 1 och 4 finns det en tydlig trend sedan mitten av 90-talet mot lägre korta och långa realräntor. Den trenden är global och inget som svensk penningpolitik kunnat påverka. Det betyder att en jämförelse med historiska nominella och reala räntor blir missvisande enligt Svensson. Det är mer relevant, ansåg Svensson, att jämföra med reala korta räntor i euroområdet, USA och Storbritannien. I diagram 1 framgår att den svenska ettåriga realräntan är betydligt högre än i USA och euroområdet, även om den blir negativ under 2013. Att den blir negativ under 2013 beror dessutom på att den bygger på att prognosen i huvudscenariot för KPIF-inflationen under 2014 antas stiga brant till 2 procent. Svensson hävdade dock att det finns det stor anledning att ifrågasätta den prognosen och tro att den är överskattning, vilket framgår av diagram 7.

Svensson kommenterade vidare Janssons inlägg om vikten av att undvika att penningpolitiken ger upphov till finansiella obalanser på längre sikt. Men Svensson undrade vad det är som "obalanser" syftar på. Är det belåningsgraden som är för hög? Men belåningsgraden är ju enligt diagram 3 ganska stabil runt 50-60 procent. Och enligt diagram 5 tycks det inte finnas något särskilt tydligt samband mellan belåningsgrad och styrränta, i varje fall tycks inte högre styrränta ge upphov till lägre belåningsgrad, påtalade Svensson. Är det istället bostadspriserna som är för höga undrade Svensson. Men bostadspriserna förklaras ju av real disponibel inkomst och den reala långa bolåneräntan efter skatt. Är det den reala långa bolåneräntan som avses? Är det den som penningpolitiken ska påverka? Men penningpolitiken har ju enligt etablerad teori och empiri ingen långsiktig effekt på långa reala räntor och därmed – med låg och stabil inflation – inte heller på långa bolåneräntor efter skatt.

När det gäller diskussionen om risker med hushållens skulder tycks den i stor utsträckning bestå av ytliga jämförelser med andra länder menade Svensson. "Svensk skuldkvot är på en nivå som gett problem i andra länder" är en vanlig fras i sammanhanget. Svensson hävdade att det dock inte är klart att problemen i andra länder just varit den höga skuldkvoten. Snarare är det de tillgångar som skulderna finansierat som visat sig vara övervärderade, osäkra och fallit i värde. För att bedöma riskerna med skulderna måste man alltså granska och bedöma tillgångarna, liksom hushållens betalningsförmåga och motståndskraft mot störningar, menade Svensson. Allt annat lika innebär rimligtvis större skulder att hushållen blir mer sårbara för störningar. Allt annat lika innebär rimligtvis större tillgångar att hushållen blir mindre sårbara. För svenska hushåll har både skulder och tillgångar ökat, med bibehållna proportioner. Då är det inte självklart att sårbarheten ökat ansåg Svensson. Finns det exempel på en ekonomi med skuldkvot runt 170 procent som vid något tillfälle råkar i kris men liksom Sverige inte är överhettad, inte har en byggboom, har sträng kreditprövning, har välkapitaliserade banker, har ett högt sparande, har en belåningsgrad för bolån på 50-60 procent och har en bruttosoliditet på hushållen på närmare 70 procent, undrade Svensson.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** besvarade Svenssons inlägg om osäkerheten kring hur transmissionsmekanismen fungerar i olika situationer. Wickman-Parak förtydligade att hon tar hänsyn till hur osäkerheten kring transmissionsmekanismen kan påverka utvecklingen framöver. Om reporäntan sänks betydligt mer nu innebär det att de risker som kan finnas med en fördröjd transmissionsmekanism blir större.

Wickman-Parak lyfte vidare fram vikten av att ha stor ödmjukhet kring modeller och historiska samband. Olika samband som gällt historiskt kan ändras, tillfälligt eller permanent. Även Svensson har vid tidigare tillfällen konstaterat att historiska samband inte alltid stämmer. Hon tog Okunsambandet som exempel. När Riksbanken och andra bedömare gjorde prognoser för arbetslösheten under finanskrisen förväntades ökningen av arbetslösheten bli betydligt större givet det stora BNP-fallet. Så blev det inte, kartan överensstämde inte med terrängen.

Vad gäller inflationsprognosen poängterade Wickman-Parak att Riksbanken alltid öppet analyserar prognosavvikelsena och vad som drivit dem. Svensson noterade i sitt inlägg att Riksbanken systematiskt har gjort felaktiga bedömningar och hon hoppades att han inte därmed ville antyda att prognoserna är medvetet felaktiga. Riksbanken strävar efter att göra så bra prognoser som möjligt och att ständigt förbättra de verktyg som används. Men flera faktorer, som till exempel växelkursen och dess effekter, är svåra att prognostisera. Wickman-Parak menade också att jämförelser med andra bedömare visar att Riksbankens prognosförmåga är god.

Första vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** tyckte att det var olyckligt att så stort fokus i dagens diskussion kommit att bli på hushållens skuldsättning. När Sverige nu står inför en kraftig nedgång i konjunkturen ansåg hon att omvärldsanalysen och den inhemska efterfrågan är de viktigaste frågorna att värdera. Det är viktigt att fokus i diskussionen är på hur olika scenarior påverkar den ekonomiska utvecklingen och vilka penningpolitiska alternativ som finns att tillgå.

Reporäntan är idag låg och af Jochnicks bedömning var att penningpolitiken ska vara fortsatt expansiv för att understödja konjunkturen. För att uppnå trovärdighet är det viktigt att penningpolitiken ses i ett perspektiv där inflationsmålet står i fokus, menade af Jochnick.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** höll med Wickman-Parak om att Riksbanken funderar över och analyserar varför inflationen har blivit så låg. Dock menade hon att det som inte har gjorts är att titta på i vilken utsträckning den förda penningpolitiken har bidragit till utvecklingen. Om det i princip uteslutande handlar om låga energipriser så är det inget som penningpolitiken hade kunnat påverka. Men Ekholm menade att den låga inflationen är ett av tecknen på att efterfrågetrycket har varit för lågt och om det stämmer så är det något som penningpolitiken hade kunnat motverka.

Ekholm höll vidare med Wickman-Parak vad gäller Okunsambandet. Sambandet verkar ha brutit samman i samband med finanskrisen 2008–2009, inte bara i Sverige utan också i en rad andra länder. Dessutom verkar det ha ändrats i helt olika riktningar i USA jämfört med Europa. Ekholm menade att det finns anledning att uppdatera sambandet för att förstå hur BNP-tillväxten, arbetslösheten och produktivitetstillväxten hänger ihop.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** menade att Okunsambandet tillfälligt bröt samman under krisen 2008–2009 på grund av labour hording och avtal om minskad arbetstid och lön men bibehållen sysselsättning. Så småningom återgår dock sambandet till det normala menade Svensson.

Med anledning av diskussionen om inflationsprognoserna och vad penningpolitiken spelar för roll i sammanhanget hänvisade Svensson till diagram 7 som visar hur inflationsprognoserna från 2010 och framåt systematiskt har överskattat faktisk inflation för KPIF. Under samma tid, påpekade Svensson, har Ekholm och han själv varnat för att inflationstrycket kan ha överskattats, bland annat med hänvisning till att prognosen för utländska räntor legat för högt och att en lägre, enligt deras mening mer realistisk, prognos för utländska räntor tillsammans med en hög reporäntebana skulle bidra till en starkare krona, svagare export och ett lägre inflationsutfall. Nu har det som de varnade för inträffat och KPIF-inflationen har blivit lägre än huvudscenariots prognoser, framhöll Svensson.

Riksbankschef **Stefan Ingves** lyfte fram svårigheten med att göra lämpliga avvägningar när penningpolitiken bestäms. Reporäntans nivå bör återspegla en avvägning mellan inflation och resursutnyttjande med hänsyn tagen till rådande skulduppbyggnad. Ingves menade att det inte går att bortse från att skulduppbyggnad, både i den privata och offentliga sektorn, är en viktig faktor. Men det är inte självklart hur hänsyn ska tas till detta i det penningpolitiska beslutet, exempelvis på vilket sätt stora risker som finns bortom prognoshorizonten ska vägas in. Riksbanken bör, enligt Ingves, fortsätta hantera de analytiska frågorna kring detta, vilket även andra centralbanker kämpar med.

Ingves påpekade vidare att realekonomin förefaller vara mer volatil efter finanskrisen, vilket innebär att frågan måste ställas hur de modeller som används hanterar detta. En relaterad fråga är hur de långsiktigt hållbara banorna har påverkats av den högre volatiliteten de senaste åren. Ett exempel är arbetslösheten och hur den har utvecklats. Matchningen mellan arbetssökande och lediga jobb tycks ha försämrats. Den del av utvecklingen som beror på försämrad matchningseffektivitet är något penningpolitiken inte kan påverka, menade Ingves.

Med avseende på skuldutvecklingen lyfte Ingves fram en ytterligare aspekt. Även om skuldutvecklingen dämpas med andra åtgärder än med reporäntan kommer detta att påverka penningpolitiken. När skuldutvecklingen dämpas minskar efterfrågan i ekonomin, vilket påverkar det allmänna konjunkturläget. Ingves menade att det därför är viktigt att

fundera vidare på transmissionsmekanismen och hur de modeller som används tar hänsyn till denna faktor.

En annan central fråga handlar om risken för obalanser på längre sikt menade Ingves. Krisen i omvärlden innebär att räntenivån generellt är mycket låg i ett historiskt perspektiv och frågan bör därför ställas vad det innebär att räntan är låg under en lång period. Hur påverkas till exempel företagen av lågräntemiljön? Riskerar företagens kapitalallokering att påverkas? Minskar innovationskraften när tillgången till finansiering är billig? Ingves påpekade att i Japan har de negativa konsekvenserna av lågräntemiljön länge diskuterats. I Storbritannien har det påbörjats en diskussion om så kallade zombieföretag, som hålls vid liv i lågräntemiljön utan att bidra till reala investeringar och istället rentav bidrar till att dämpa produktivitetens utvecklingen i ekonomin. Även om frågan inte är aktuell i Sverige idag, bör erfarenheterna i andra länder studeras menade Ingves. I ett konjunkturperspektiv är det motiverat med en låg ränta men med en negativ realränta följer också en risk för överskuldssättning och utebliven strukturomvandling, ansåg Ingves.

I en replik till Ingves lyfte vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** fram att Finanspolitiska rådets rapport 2012 visar att matchningen på arbetsmarknaden är konjunkturberoende och mer konjunkturberoende för oerfaren arbetskraft. Det betyder att expansiv penningpolitik kan förbättra matchningen, i synnerhet för oerfaren arbetskraft. Det är alltså inte sant att matchningen är oberoende av penningpolitiken, framhöll Svensson.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** tyckte att Ingves lyfte många intressanta frågor i sitt inlägg. Hon höll med om att det är viktigt att ta hänsyn till att det penningpolitiska beslutet kan ha effekt bortom prognoshorisonen. Vidare menade hon att det är viktigt att frågan ställs om vad det innebär att räntenivån är låg under lång tid. Om priset på pengar mister sin kraft som allokeringsmekanism kan det innebära att även icke långsiktigt lönsamma investeringar genomförs och skadar kvaliteten i kapitalstocken och hämmar strukturomvandlingen. Då placerare kräver en viss avkastning kan en lågräntemiljö också innebära att allt fler lockas till mer högavkastande och riskfyllda alternativ.

Wickman-Parak bemötte därefter argumentet att räntan inte skulle ha betydelse för utvecklingen av skulder. Hon menade att räntan, det vill säga priset på pengar, bör ha en betydelse för kreditvolymens utveckling. Alla de andra medel som man kan ta till för att påverka kredittillväxten verkar ju också i slutänden via hur dyrt det blir att låna. I så fall är även dessa verktyg ineffektiva.

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

Vid mötet idag konstaterades att ny information sedan det penningpolitiska mötet i oktober tyder på att svensk ekonomi bromsar in kraftigare än den bedömning som

gjordes då. BNP bedöms därför öka långsammare och arbetslösheten stiga lite mer än vad som antogs i oktober. Samtidigt väntas inflationstrycket bli lägre.

Mot bakgrund av det svagare konjunkturläget och det lägre inflationstrycket var direktionen enig om att det är lämpligt att sänka reporäntan och justera ned reporäntebanan. Men, liksom vid tidigare möten, fanns det skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara. Fem ledamöter ansåg att det var lämpligt att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. En ledamot ville istället sänka reporäntan med 0,5 procentenheter.

Alla ledamöter ansåg att det var lämpligt att justera ned reporäntebanan, men det fanns olika åsikter om hur mycket den bör sänkas. En majoritet på fyra ledamöter bedömde att genom att sänka reporäntan till 1,0 procent och låta den ligga kvar ungefär på denna låga nivå det närmaste året, kommer inflationen att nå målet på 2 procent efter drygt ett år och resursutnyttjandet normaliseras.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme för en ännu lägre reporäntebana och de förespråkade två olika räntebanor som bedömdes leda till att inflationen snabbare når målet på 2 procent samtidigt som arbetslösheten kommer närmare en långsiktigt hållbar nivå.

På mötet diskuterades även hushållens höga skuldsättning och vilka risker den kan skapa på längre sikt, inklusive vilken roll penningpolitiken kan ha. Under mötet framkom också en del olika nyanser av utvecklingen i omvärlden. Fortsatt diskuterades flera frågor kring den penningpolitiska analysapparaten, bland annat prognosen för inflationen och internationella styrräntor. I sammanhanget resonerades det även om de större svängningarna i ekonomin de senaste åren påverkat och försvårat bedömningen av den svenska ekonomins utveckling.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen tisdagen den 18 december 2012 kl. 9.30,
- att sänka reporäntan till på 1,0 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 19 december,
- att tisdagen den 18 december 2012 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt

- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 8 januari 2013 kl. 9.30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm ställde sig bakom beslutet att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter men reserverade sig mot reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Hon förordade en bana där reporäntan sänks till 0,75 procent i början av 2013 och sedan ligger kvar där till om med första kvartalet 2014 för att successivt höjas till ungefär 1,75 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiverades av hennes bedömning att en räntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska uppföljningen och beslutet om reporäntan och reporäntebanan i uppföljningen. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en räntebana som ligger på 0,5 procent från och med andra 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 uppföljningens prognoser för utländska styrräntor längre fram, utländsk tillväxt och svensk inflation 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. Han bedömde också att hans lägre räntebana inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning, eftersom penningpolitiken normalt endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och med låg och stabil inflation inga långsiktiga sådana effekter.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet
Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Per Jansson

Kerstin af Jochnick

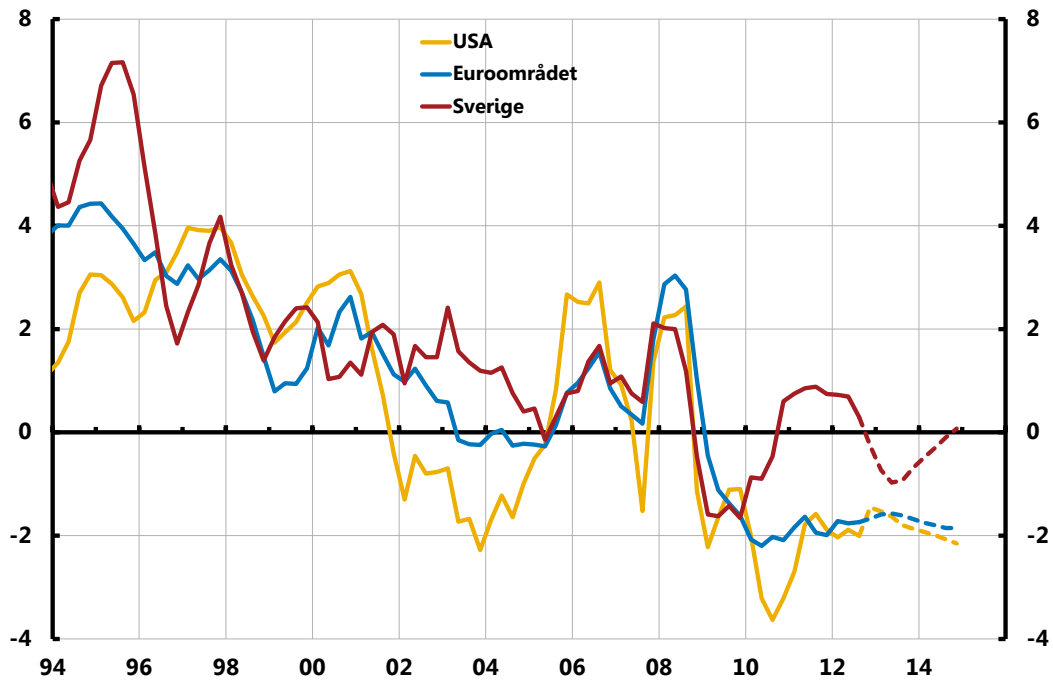
Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak



Diagram 1. Real ettårsränta

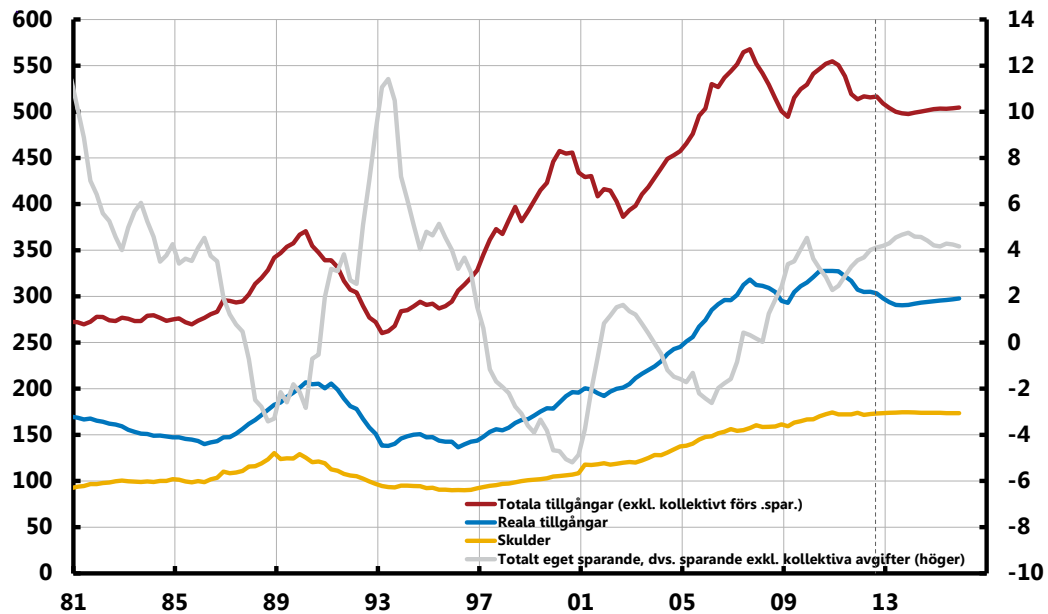
Procent



Källor: ECB, Bureau of Labor Statistics, IMF, OECD, SCB och Riksbanken

Diagram 2. Hushållens totala tillgångar, rea tillgångar, skulder och sparande

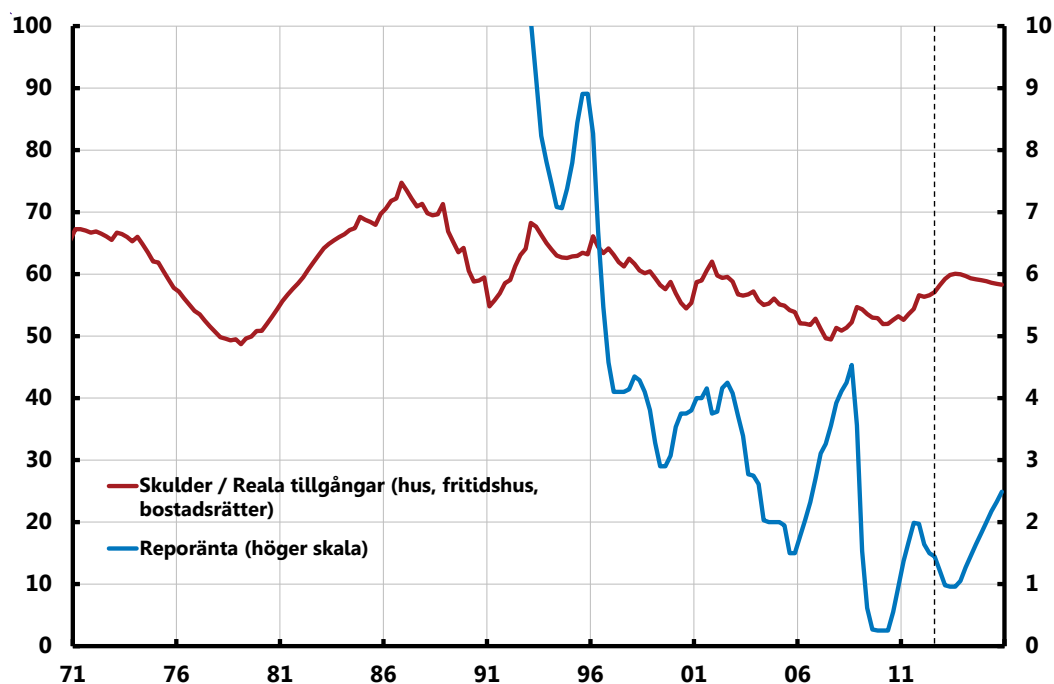
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3. Hushållens belåningsgrad (skulder/reala tillgångar) och reporäntan

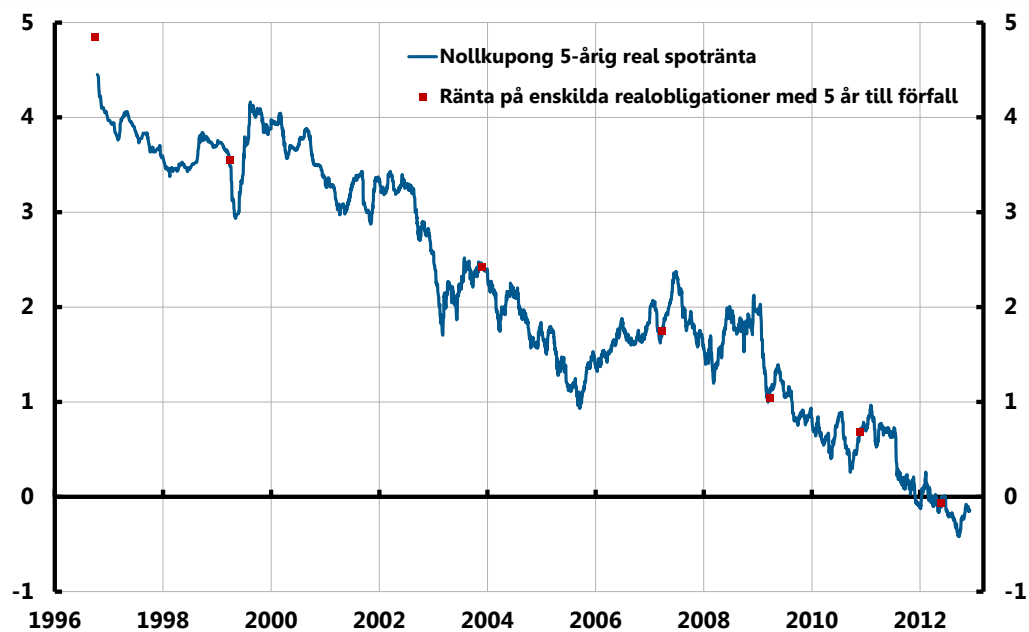
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4. Svensk 5-årig realränta

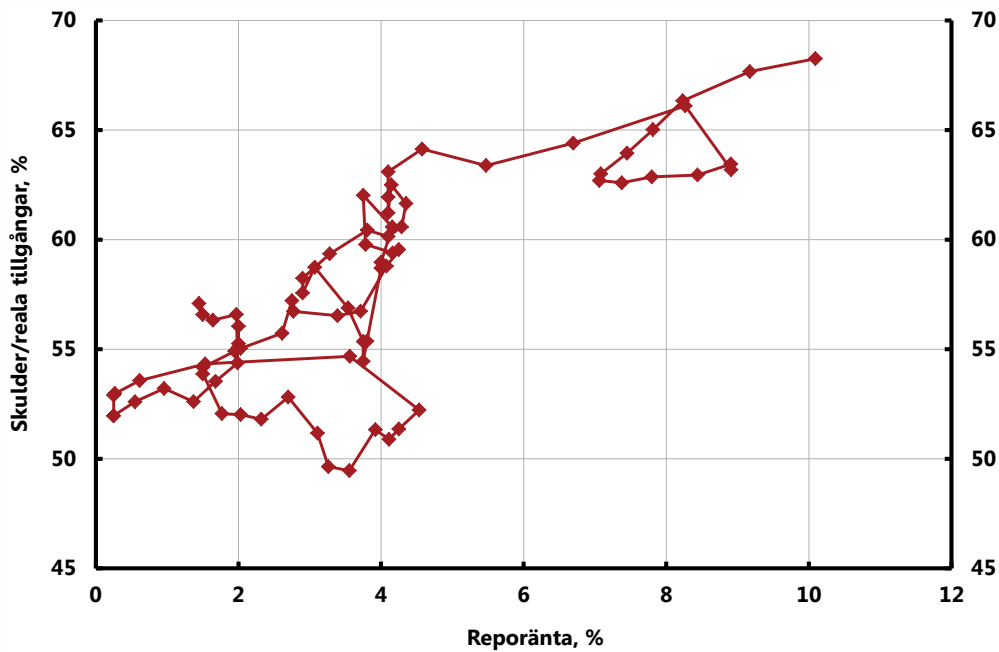
Procent



Källor: Riksbanken och Riksgäldskontoret

Diagram 5. Hushållens belåningsgrad (skulder/reala tillgångar) och reporäntan

Procent. Data avser 1993 kvartal 1–2012 kvartal 3

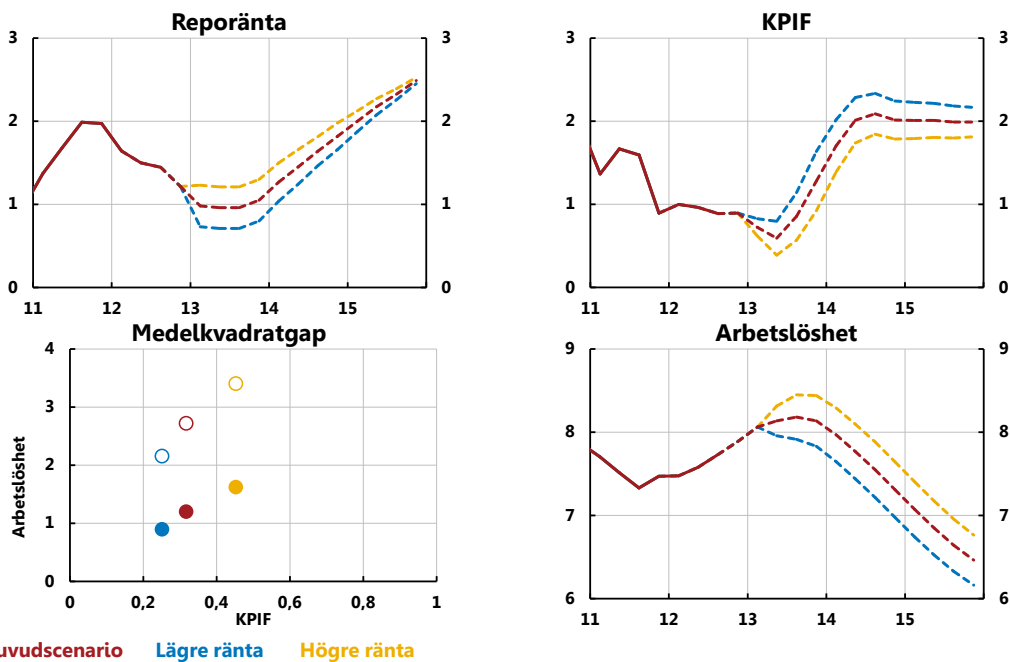


Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 6. Penningpolitiska alternativ runt huvudscenariot

Effekter enligt Ramses. Utländska styrräntor enligt huvudscenariot.

Långsiktigt hållbar arbetslöshet 6,25 procent

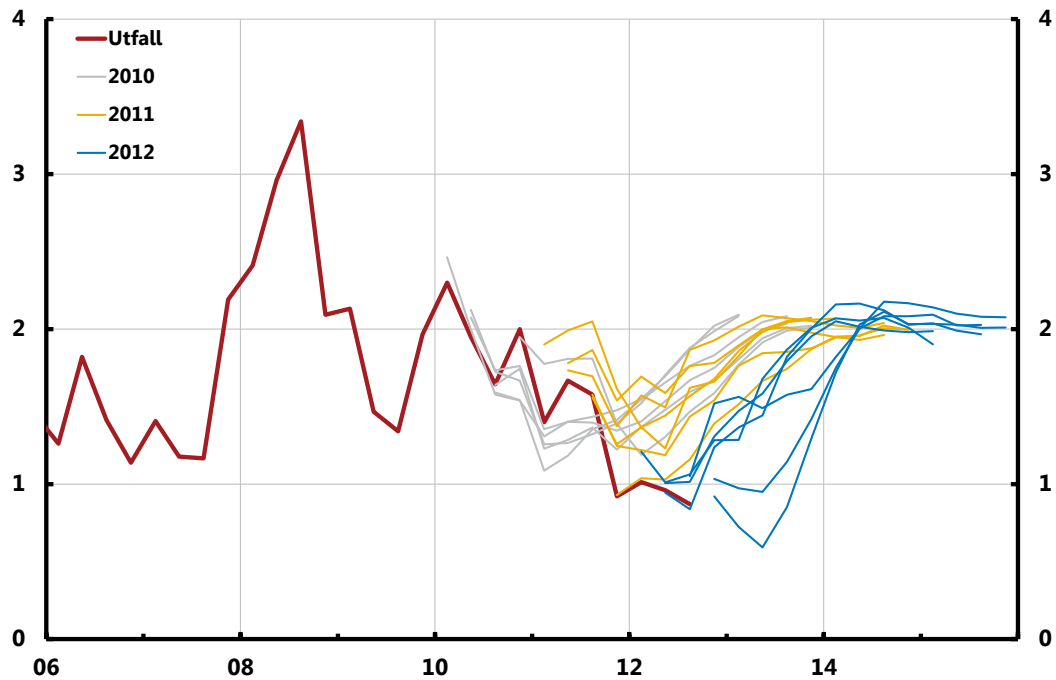


Källor: SCB och Riksbanken

Anm. Ofyllda cirklar avser medelkvadratgap beräknat med långsiktigt hållbar arbetslöshet 5,5 procent.

Diagram 7. KPIF-inflation, utfall och prognoser för 2010–2012

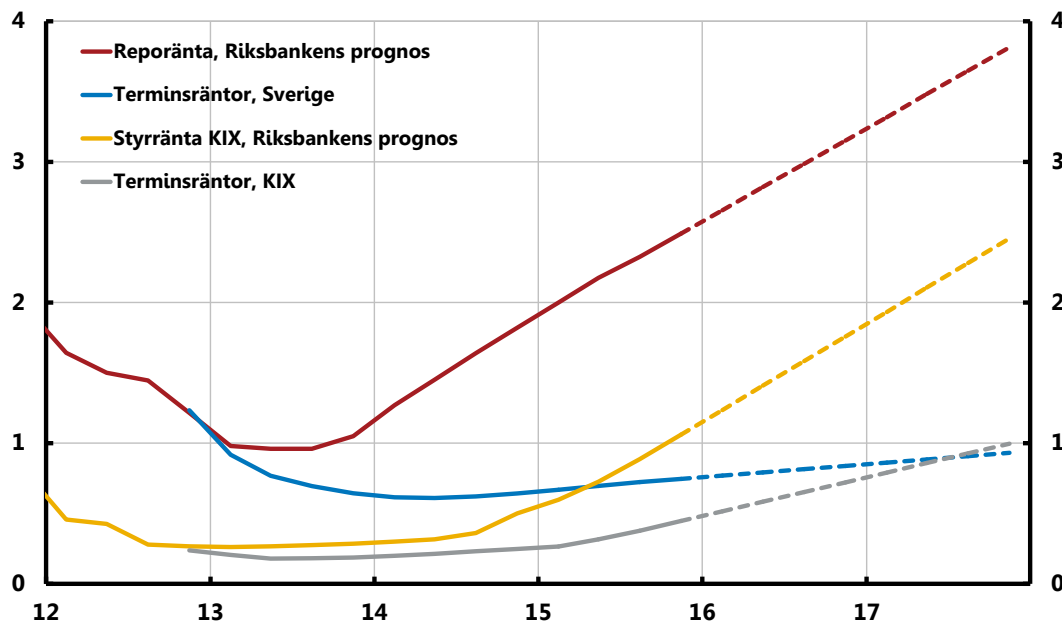
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 8. Reporäntebana, terminsräntor och prognos för KIX-vägd styrränta, december 2012

Procent. Terminsräntor från 13 december. Tekniskt antagande bortom 3 år.

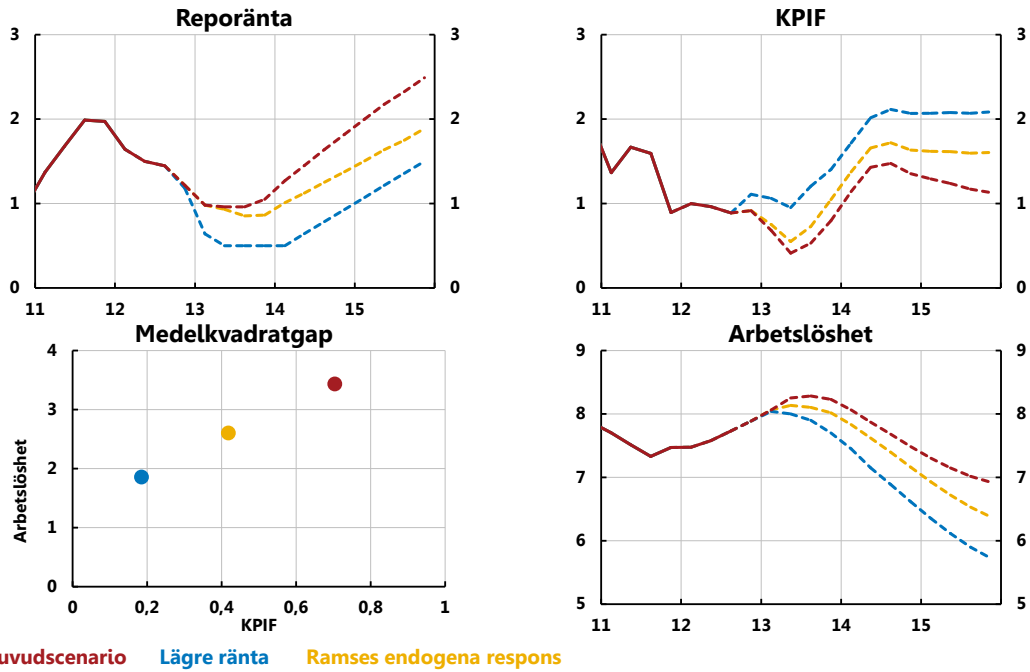


Källor: Nationella källor, Reuters Ecowin, Riksbanken och egna beräkningar

Diagram 9. Penningpolitiska alternativ, december 2012

Omvärldsrentor enligt terminsprissättningen

Medelkvadratgap beräknade med långsiktigt hållbar arbetslöshet 5,5 procent



Källor: SCB och Riksbanken



Sveriges Riksbank

Besöksadress: Brunkebergs torg 11

Postadress: 103 37 Stockholm

www.riksbank.se

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

E-mail: registratorn@riksbank.se