



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 3

DATUM: 2012-07-03  
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

Carl-Johan Belfrage  
Claes Berg  
Marianna Blix-Grimaldi (§ 1)  
Carl Andreas Claussen  
Charlotta Edler  
Eva Forsell  
Mia Holmfeldt (§ 1)  
Ann-Christine Högberg  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Mattias Persson (§ 1)  
Maria Sandström (§ 1)  
Maria Sjödin  
Ulf Söderström  
David Vestin  
Staffan Viotti  
Anders Vredin

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Carl Andreas Claussen skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1, 2 och 3.

### **§1. Den ekonomiska utvecklingen**

Marianna Blix Grimaldi från avdelningen för penningpolitik inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Efter det penningpolitiska mötet i april har räntorna på svenska 10-åriga statsobligationer sjunkit något, medan aktiekurserna är ungefär oförändrade. Den TCW-viktade kronkursen deprecierade efter det

penningpolitiska mötet i april, men har sedan stärkts och är nu tillbaka på samma nivå som vid mötet i april. Ränteförväntningarna enligt enkäter och terminsräntor har skiftat ner och ligger under Riksbankens räntebana från april. Också i euroområdet och USA har ränteförväntningarna skiftat ner.

Maria Sandström från avdelningen för finansiell stabilitet redogjorde för den senaste utvecklingen vad gäller stöd till banker och skuldtyngda länder i euroområdet.

Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 1, 7, och 18-20 juni. På ett möte med direktionen den 27 juni bordlades texten i utkastet till penningpolitisk rapport. Sedan det penningpolitiska mötet i april har oron för skuldkrisen i Europa tilltagit medan tillväxten i Sverige var oväntat stark under första kvartalet i år. I utkastet antas att skuldkrisen i Europa kommer att hanteras så att den akuta fasen successivt klingar av och att långsiktigt hållbara lösningar så småningom kommer på plats. Oron bedöms avta under 2013, vilket är något senare än i bedömningen i april. Mot bakgrund av detta har reporäntebanan justerats ned något. Reporäntan antas nu vara oförändrad på 1,5 procent under ungefär ett år. BNP i Sverige förväntas växa svagt under 2012. Tillväxten antas sedan tillta gradvis under 2013 och 2014. Arbetsmarknaden försämras något i år, men förbättras gradvis under 2013. Inflationen väntas bli låg i år, men stiger under 2013 i takt med att resursutnyttjandet åter stiger och kostnadstrycket blir högre. Sammantaget har förhållandevis små revideringar gjorts av prognoserna för svensk ekonomi jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april.

Riksbankschef Stefan Ingves uppmärksammade direktionsledamöterna på att detta penningpolitiska möte har ett något ändrat upplägg. Under den första diskussionen kan ledamöterna kommentera utvecklingen och prognoserna för både omvärlden och Sverige. Därefter följer den penningpolitiska diskussionen.

## §2. Diskussion om den ekonomiska utvecklingen

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att hävda att Riksbankens prognoser för tillväxten i euroområdet har skiftats ner för lite och för sent. De negativa tillväxteffekterna av de finanspolitiska åtstramningarna har blivit större än väntat, och risken för dåliga utfall har stadigt ökat. Svensson fortsatte med att påpeka att prognoser från till exempel IMF, OECD och Consensus Forecasts rimligtvis är typvärdesprognoser medan det är väntevärdesprognoser, som ju väger in risker, som är relevanta för penningpolitiken. Riksbanken strävar ju därför efter att göra väntevärdesprognoser. För tillfället dominerar nedåtriskerna, och väntevärdesprognosen bör därför ligga lägre än dessa typvärdesprognoser, allt annat lika, även om man inte tar med katastrofala utfall.

I dagens läge är dock risken för katastrofala utfall ett separat argument för en ännu mer expansiv penningpolitik enligt Svensson. Detta då ekonomin nu är i obalans med för låg inflation och för hög arbetslöshet. Om ekonomin i stället var i balans skulle motståndskraften mot störningar vara större. En särskilt expansiv penningpolitik skulle få ekonomin snabbare tillbaka till balans, med inflationen nära målet och arbetslösheten nära en långsiktigt hållbar nivå.

Liksom vid tidigare möten ligger prognosen för utländska styrräntor i utkastet till penningpolitisk rapport för högt (se bild 1 i appendix 1). Prognosen (den gula kurvan) ligger enligt Svensson betydligt högre än utländska terminräntor (den grå kurvan), särskilt bortom den ordinarie prognoshorisonten, där den streckade gula kurvan visar det tekniska antagande som används i modellen Ramses om hur räntan utvecklas bortom prognoshorisonten. Det bidrar, allt annat lika, till en högre reporäntebana. Såvitt Svensson vet är Riksbanken unik bland centralbanker i att göra så höga utländska styrränteprognoser. Som han betonat vid tidigare penningpolitiska möten ser han inga goda skäl till detta.

Vidare framhöll Svensson att Riksbankens räntebana inte är trovärdig, då svenska terminräntor (se den blå kurvan i bild 1 i appendix 1) ligger mycket lägre än räntebanan (den röda kurvan) och detta omöjligt kan förklaras enbart av riskpremier. Till följd av detta är de faktiska finansiella förhållandena betydligt mer expansiva än vad som ges av räntebanan. Svensson tycker att det i och för sig är bra, eftersom ekonomin nu behöver mer stimulans. Skillnaden mellan avkastningskurvor baserade på Riksbankens räntebana och svenska statspapper ger samma bild (se bild 2 i appendix 1).

Utgångsläget för svensk ekonomi är dåligt, med en inflation under inflationsmålet och en arbetslöshet långt över en rimlig skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Svensson menar att Riksbankens strama penningpolitik sedan sommaren 2010 har bidragit till detta. Långtidarbetslösheten är hög och gör att arbetslösheten biter sig fast. Enligt Svensson skulle en lättare penningpolitik, som Ekholm och Svensson har förespråkade sedan sommaren 2010, ha gett ett bättre utgångsläge nu, med KPIF-inflationen närmare målet och arbetslösheten närmare en hållbar nivå. Detta hade samtidigt gjort ekonomin mer motståndskraftig mot eurokrisen.

Svensson hänvisade därefter till skattningen av den långsiktigt hållbara arbetslösheten i fördjupningen om den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad i utkastet till penningpolitisk rapport. Han anser att denna skattning överskattar den långsiktigt hållbara arbetslösheten med cirka 0,75 procentenheter och att mittpunkten på det angivna intervallet för den långsiktigt hållbara arbetslösheten bör vara 5,5 procent istället för 6,25 procent. Enligt Svensson beror denna överskattning på att man inte tagit hänsyn till att genomsnittlig inflation underskridit målet under de senaste 15 åren medan inflationsförväntningarna varit förankrade vid målet. Han hänvisade till sin tekniska not om detta (se appendix 2).

Slutligen hänvisade Svensson till en rapport från internationella valutafonden (IMF) från juni i år där det finns en diskussion om möjliga orsaker till att genomsnittlig inflation i Sverige underskridit målet under de senaste 15 åren.<sup>1</sup> Bland annat diskuteras om Riksbanken skulle ha överskattat den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Enligt Svensson påminner detta argument om Athanasios Orphanides argument om att inflationen i USA under 1970-talet blev för hög på grund av att Federal Reserve skulle ha underskattat den långsiktigt hållbara arbetslösheten i USA.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** konstaterade att den internationella utvecklingen förvärrats sedan det penningpolitiska mötet i april. Fram tills det senaste toppmötet på EU-nivå rådde närmast uppgivenhet inför utvecklingen i euroområdet. Samtidigt har utvecklingen i Sverige varit över förväntan. Det är enligt Ekholm inte alldeles lätt att få ihop dessa två utvecklingstendenser men rimligt att som i utkastet till penningpolitisk rapport dra ner BNP-tillväxten i Sverige de närmaste kvartalen i förhållande till vad som antogs i april.

Enligt Ekholm verkar den ökade oron kring utvecklingen i euroområdet som präglad världsekonomin under senare tid ha lett till att hushåll och företag runt om i världen skjutit på investerings- och konsumtionsbeslut. När detta inträffade hösten 2008 drabbades svensk ekonomi särskilt hårt genom att det ledde till ett stort efterfrågefall på den typ av kapital- och investeringsvaror som utgör en stor del av svensk export. Hittills har dock exporten utvecklats relativt väl och världshandeln har fortsatt att växa. Men enligt Ekholm finns det en risk att efterfrågan på svensk export går ned mer markant om osäkerheten kring utvecklingen i euroområdet hänger kvar.

De initiala reaktionerna på det senaste försöket från EU:s regerings- och statschefer att hantera krisen har varit ganska positiva, men enligt Ekholm är det svårt att tro att de åtgärder man kommit överens om innebär en tillräcklig lösning på problemen. Det råder fortfarande oklarhet kring hur en gemensam banktillsyn inom euroområdet ska fungera och hur den Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF) och den Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM) ska användas i praktiken.

Ekholm tycker dock att det fortfarande är rimligt att ha som huvudscenariot att problemen hanteras någorlunda och att tillväxten i euroområdet blir positiv, om än ganska låg, från nästa år. För att huvudscenariot ska realiseras krävs dock att man från politiskt håll klargör hur de offentliga finanserna ska bli långsiktigt hållbara och hur man ska hantera banker med problem. Det finns ganska stora nedåtrisker och utvecklingen kan komma att bli betydligt sämre.

Ekholm påpekar att svensk ekonomi fortfarande inte helt har återhämtat sig från nedgången 2008-2009. Arbetslösheten är fortfarande högre än vad den var före

---

<sup>1</sup> IMF (2012), Sweden: Selected Issues, section III.D, Country Report No. 12/155. [www.imf.org](http://www.imf.org).

finansskrisen och inflationen är fortfarande klart under målet på 2 procent. Enligt Ekholm är det svårt att få upp inflationen och ned arbetslösheten när den viktigaste exportmarknaden, euroområdet, utvecklas såpass svagt. Ekholm menar att det krävs mer penningpolitisk stimulans. Kronans försvagning i samband med den ökade oron på de finansiella marknaderna skulle kunna vara till hjälp, men som framgick av Marianna Blix Grimaldis föredragning är kronans värde mer eller mindre tillbaka där den var vid det penningpolitiska mötet i april.

Vidare påpekade Ekholm att räntedifferenserna gentemot utlandet är av betydelse för kronans utveckling. Prognosen för utländska styrräntor ligger vid detta beslutstillfälle, liksom vid tidigare beslutstillfällen, över marknadsförväntningarna mätta med implicita terminräntor (se bild 1 i appendix 1). Som tidigare hävdade Ekholm att det vore bättre om banan baserades helt på terminräntorna så länge det inte finns några tydliga skäl till varför de utländska styrräntorna skulle stiga snabbare än vad som anges av terminräntorna. Som tidigare diskuterats, särskilt vid det penningpolitiska mötet i april, får även ganska små skillnader mellan terminräntor och Riksbankens prognos stora konsekvenser, åtminstone enligt modellsimuleringar, för svensk inflation och svenskt resursutnyttjande.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** förklarade att hon delar bedömningen av utvecklingen i Europa och i Sverige i utkastet till penningpolitisk rapport. Som konstaterades vid de penningpolitiska mötena under våren 2012, är läget i omvärlden och särskilt euroområdet, väldigt osäkert. Riskerna i Europa har dessutom ökat sedan april.

af Jochnick framhöll att utvecklingen i Sverige fortsatt är förhållandevis bra och ligger nära den prognos Riksbanken gjorde i april 2012. I början av 2012 hölls den inhemska efterfrågan uppe trots en svag efterfrågan i omvärlden. I utkastet till penningpolitisk rapport väntas en svagare tillväxt de närmsta kvartalen. Under 2013 och 2014 ökar tillväxten igen.

Den globala utvecklingen har försämrats något jämfört med Riksbankens bedömning i april, men den är fortfarande relativt god. Men utvecklingen i euroområdet har blivit än mer osäker. Det har skapat allt fler risker för en sämre utveckling vad gäller såväl tillväxt som stabiliteten i det finansiella systemet i flera länder.

Riskerna för en sämre utveckling i euroområdet är därför större idag än i april. Europa har flera problem att brottas med. Svaga statsfinanser, underkapitaliserade banker i svaga finansiella system och låg tillväxt. Dessa problem hänger också ihop. Svaga finansiella system bidrar till svaga statsfinanser och vice versa.

Tillväxten i euroområdet har därtill varit svag under senare år. Det är dock stor skillnad i tillväxten mellan länder inom euroområdet. Tillväxten är fortfarande positiv i flera länder i norra Europa medan den mer eller mindre kollapsat i södra Europa. Euroområdet har också problem med konkurrenssituationen mellan länder. För att länder med problem i

södra Europa ska återfå konkurrenskraften måste de sänka sitt relativa kostnadsläge framhöll af Jochnick.

Vidare anser af Jochnick att det som pågår i euroområdet måste bedömas både ur ett kortsiktigt och ur ett långsiktigt perspektiv. På kort sikt måste ett antal åtgärder som tar euroområdet ut ur krisen vidtas. Det handlar om att skyndsamt se till att problem i Grekland och Spanien får hållbara lösningar samtidigt som spridningseffekter begränsas. Samtidigt måste långsiktiga åtgärder vidtas som gör länderna mindre sårbara för framtida kriser.

För att förtroendet för euron och samarbetet i valutaunionen ska stärkas krävs lösningar som tar längre tid att införa. Sannolikt behöver samarbetet i euroområdet utvecklas väsentligt för att euron och den inre marknaden ska överleva nya påfrestningar. Enligt af Jochnick krävs ett stärkt samarbete vad gäller såväl finanspolitiken som tillsyn och krishantering av gränsöverskridande banker. Ett stort problem i rådande krisläge är att beslutsprocessen inom EU tar lång tid.

Den senaste månaden har präglats av ökade risker för att krisen ska förvärras. Det har bland annat tagit sig uttryck i högre räntor på statspapper i problemländer, volatila aktiemarknader och flera nedgraderingar av såväl stater som banker. Mot denna bakgrund tycker af Jochnick att det är svårt att värdera de beslut som ändå tas för att förbättra euroområdets funktionsförmåga, som till exempel de brandväggar som nu byggs upp, det stärkta finanspolitiska regelverket, stödlånen till de spanska och cypriotiska banksystemen, och nu senast Europeiska rådets beslut i slutet av juni. Det återstår att se hur och när besluten får effekt.

En förutsättning för att Europa ska återfå väl fungerande finansiella marknader som kan stödja en återhämtning i den reala sektorn är att det europeiska banksystemet fungerar väl. Den europeiska bankmyndighetens kapitaliseringsövning identifierade 2011 ett antal större banker som är i behov av nytt kapital. Samtidigt har flera mindre och medelstora nationella banker problem. af Jochnick har ännu inte sett konkreta förslag på hur dessa problem ska lösas. Det handlar inte bara om att rekapitalisera banker utan också att skärpa ner balansräkningar och rekonstruera banker som inte är livskraftiga. Denna process är svår och kännbar, men af Jochnick menar att den likväl måste genomföras. För att kunna bedöma behovet av åtgärder och storleken på skyddsvallar krävs större transparens och öppenhet. Till detta kommer behovet av att stärka övervakningen av att krisländerna verkligen fullgör sina åtaganden.

Jämfört med utvecklingen i euroområdet är utvecklingen i Sverige fortfarande relativt god. af Jochnick framhöll dock att den ökade oron i euroområdet spiller över på Sverige. Efterfrågan från euroområdet minskar och det är troligt att svenska företag och hushåll på grund av oro för hur den europeiska utvecklingen kommer påverka Sverige blir mer

försiktiga med investeringar och konsumtion. Tillväxten dämpas därför under 2012 och det tar tid innan återhämtningen kommer, enligt af Jochnick.

af Jochnick kommenterade slutligen Svenssons analys av nivån på långsiktigt hållbar arbetslöshet. Som hon ser det kan den långsiktigt hållbara arbetslösheten beräknas på olika sätt. Det speglas också i det spann på 5-7,5 procent som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Mot bakgrund av nuvarande ekonomiska läge och en rad faktorer som påverkar denna bedömning vill hon vara försiktig med att ange en mer exakt siffra.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** konstaterade att den akuta krisen i euroområdet kräver handfasta åtgärder. Det har inte saknats åtgärder från euroländernas sida, men i den mån de haft effekter på finansmarknadernas förtroende har de visat sig vara övergående. Förra veckans EU-beslut fick aktiemarknaderna att ta ett glädjeskutt och räntorna för Spanien och Italien sjönk. Det är bra att man försöker ta itu med de akuta problemhärdarna som exempelvis bankerna i Spanien. Det ökar förutsättningarna för krisländerna att arbeta med att skapa långsiktigt hållbara statsfinanser och via reformer skapa bättre konkurrenskraft. Men det kommer att ta tid och kan inte lösas vid toppmöten utan av länderna själva.

Förra veckans beslut av Europeiska rådet saknar än så länge viktiga detaljer kring själva genomförandet av beslutet. Vis av erfarenheten tycker därför Wickman-Parak att man inte ska dra för stora växlar på de första positiva reaktionerna på finansmarknaderna.

Trots den stora osäkerheten måste penningpolitiken baseras på prognoser. Wickman-Parak menar att katastrofscenarier bör läggas åt sidan, men prognosen bör väga in risker för en sämre utveckling. Detta är inte detsamma som att man är omedveten om att ett riktigt dåligt scenario kan komma att utspela sig. Riksbanken har beredskap att hantera sådana händelser om de skulle uppstå.

Prognosen för euroområdets tillväxt i år är lägre än i den penningpolitiska uppföljningen i april och det är en avspegling av svagare indikatorer och utfall, men också av att den nya bedömningen innebär att det tar längre tid att lösa upp skuldkrisen och få till stånd ett stärkt förtroende hos ekonomins aktörer. Huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport tecknar sammantaget en ganska dyster bild av tillväxten i euroområdet de närmaste åren.

Mycket fokus riktas av naturliga skäl på krisländerna i euroområdet. Men Wickman-Parak tycker inte att det ska överskugga det faktum att andra länder i området trots allt väntas växa, även om det sker i långsam takt. Länder utanför euroområdet, som USA och tillväxtländerna kan förväntas växa i någorlunda god takt. För Norge, som är en viktig exportmarknad, väntas en stark tillväxt.

Wickman-Parak förklarade sammanfattningsvis att hon ställer sig bakom den internationella prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport.

För svenskt vidkommande konstaterade Wickman-Parak att tillväxten under det senaste halvåret överraskat både nedåt och uppåt. Sista kvartalet förra året blev den lägre än väntat främst på grund av att exportefterfrågan bromsade in mer än beräknat. För första kvartalet i år innebar prognosen i april en något bättre tillväxt. Prognosen var dock försiktig i förhållande till vad Riksbankens olika modeller indikerade. Ändå var prognosen optimistisk jämfört med andra bedömares prognoser. Utfallet blev högre och det var den inhemska efterfrågan som överraskade uppåt. Även om olika indikatorer försvagats och produktionsutfallen blivit svagare därefter så visar det här enligt Wickman-Parak på en underliggande styrka i svensk ekonomi.

De försämrade utsikterna i euroområdet slår på exporten och ett svagare förtroende håller tillbaka investeringar och konsumtion framöver. Att revidera ner tillväxtprognosen i närtid är därför rimligt enligt Wickman-Parak. Hon påpekade att det inte rör sig om några stora förändringar i den svenska tillväxtprognosen sedan i april. Detsamma gäller inflationsprognosen.

Glädjande i statistikflödet är att arbetsmarknaden utvecklats bättre än väntat. Wickman-Parak väntar sig heller ingen kraftig försämring på arbetsmarknaden framöver, vilket är en bild som stöds av Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer, andra indikatorer för arbetsmarknaden och Riksbankens företagsintervjuer. Efter att under hösten ha sett en viss ökad risk för den egna arbetslösheten, har hushållens bedömning av den risken avtagit de senaste månaderna. Om arbetsmarknaden fortsätter att hålla emot på det sätt som förutses i huvudscenariot kan det på lite sikt finnas möjligheter till en något starkare konsumtion än prognostiserat enligt Wickman-Parak. Detta är dock bara en nyans. På det hela taget ställer hon sig bakom Sverigeprognosen och analysen bakom den.

Fördjupningen om den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad i utkastet till penningpolitisk rapport visar enligt Wickman-Parak med önskvärd tydlighet på den stora osäkerhet som är förknippad med bedömningen av den långsiktiga arbetslösheten. Eftersom prognoshorisonten för de aktuella penningpolitiska besluten är tre år är det enligt henne angeläget att som idag noga följa arbetsmarknadens funktionssätt i det perspektivet. Hon framhöll också att det är självklart att penningpolitiken inte kan påverka arbetsmarknadens funktionssätt utan att det faller på andra politikområden.

Vice riksbankschef **Per Jansson** klargjorde inledningsvis att han står bakom de prognoser för utvecklingen i Sverige och omvärlden som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Janssons utgångspunkt är att reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen i april var förenlig med en hyggligt bra konjunktur- och inflationsutveckling under de närmaste åren. Jämfört med i april är justeringarna i prognosen för inflationen och realekonomin ganska små och således har inga större



förändringar skett när det gäller penningpolitikens mer grundläggande bestämningsfaktorer.

Med detta sagt övergick Jansson till att diskutera ett par aspekter på prognosen som han upplevt som särskilt viktiga denna gång. Den första särskilt viktiga aspekten på prognosen hänger samman med problemen inom euroområdet. Riskerna och osäkerheten i euroområdet är betydande och kan ha ökat sedan den förra prognosen i april. Visserligen gjordes vissa framsteg på EU:s toppmöte i förra veckan. Men det är oklart hur länge optimismen kommer att vara och de grundläggande problemen har inte alls lösts. Sammantaget innebär det nya huvudscenariot jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april en förhållandevis stor nedrevidering av prognosen för euroområdets BNP-tillväxt 2013 och 2014, med -0,7 respektive -0,4 procentenheter.

Riksbankens prognoser ska vara så kallade väntevärden. Det betyder att hänsyn ska tas till alla tänkbara utfallsmöjligheter och att dessa ska viktas med tillhörande sannolikheter. Tillväxtprognosen för euroområdet ska i denna mening ta hänsyn till alla tänkbara utvecklingsvägar, också utvecklingsvägar som innefattar allt från en mer eller mindre stökig eskalering av krisen till en kollaps av den gemensamma valutan. Alla utvecklingsvägar med en sannolikhet som är positiv ska beaktas. Detta är lättare sagt än gjort. Riksbanken gör sitt bästa för att beräkna dessa väntevärden men det är oerhört svårt att kvantifiera både sannolikheterna för, och effekterna av, att eurokrisen förvärras på olika sätt. Allra svårast är det att göra detta för scenarion där den nuvarande gemensamma valutan kollapsar.

Enligt Jansson talar mycket för att liggande prognos för euroområdets tillväxt inte fullt ut klarar av att ta hänsyn till dessa typer av extrema utfall. Ett väntevärde som påverkas av osannolika utfall med potentiellt stora effekter är dock väldigt svårtolkat och enligt Jansson är det principiellt sett inte självklart att det är önskvärt att fullt ut beakta extrema utvecklingsvägar i väntevärdesberäkningar. Enkelt uttryckt beror det på att väntevärdet påverkas alltför mycket av osannolika händelser som man därmed i förväg skulle agera på. Jansson förklarade att han senare skulle återkomma till hur denna komplicerande omständighet har påverkat hans penningpolitiska ställningstagande.

Den andra för Jansson särskilt viktiga aspekten på prognosen gäller svensk ekonomi och dess förlopp under inledningen av detta år. Utvecklingen i omvärlden kännetecknas av stora risker och är dystert. Det omvända gäller hittills för utvecklingen i Sverige. BNP-tillväxten för första kvartalet överraskade påtagligt på uppsidan. Den säsongsrensade ökningen från fjärde kvartalet var 0,8 procent medan Riksbanken hade räknat med 0,4 procent. Jansson noterade att Riksbankens prognos var förhållandevis optimistisk jämfört med andra prognosmakare. Deras medianprognos var en tillväxt kring 0,2 procent. Ett flertal bedömare trodde till och med på ingen eller negativ tillväxt.

Indikatorerna för andra kvartalet ser därtill förhållandevis ljusa ut. Riksbankens indikatormodeller tyder på att den säsongsrensade tillväxten uppgick till mellan 0,3 och 0,6 procent under andra kvartalet. Prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport ligger på 0,2 procent, det vill säga lite under resultatet från indikatormodellerna, vilket verkar rimligt i detta läge.

En annan glädjande faktor är den svenska arbetsmarknadens motståndskraft. Jämfört med vad som förväntades i april har samtliga volymmått på arbetsmarknaden utvecklats bättre än väntat: antal arbetade timmar, antalet personer i arbetskraften och antalet sysselsatta har blivit högre samtidigt som arbetslösheten har blivit lägre. Det finns nu dessutom skäl att tro att arbetslösheten inte kommer att gå upp lika mycket framöver som i tidigare prognoser. Jansson påpekade att många andra prognosmakare hade en ännu dystrare bild av arbetsmarknaden än Riksbanken och därför nu tvingas revidera sina prognoser mer än Riksbanken.

Inflationsutvecklingen har samtidigt följt de banor som antogs i april. Det gäller för samtliga mått som normalt står i fokus: KPI-inflationen, KPIF-inflationen samt KPIF-inflationen exklusive energipriser.

Jansson konstaterade sammanfattningsvis att han i sin diskussion av prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport försökt peka på ett par aspekter som han denna gång upplevt som särskilt viktiga för sitt penningpolitiska ställningstagande. Det handlar om att väga en mycket riskfylld och osäker omvärld mot en svensk ekonomi som visar motståndskraft och snarast överraskat positivt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att han delar synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport. En ökad oro i flera europeiska krisländer har föranlett en nedrevidering av tillväxten i euroområdet. I världen som helhet är dock tillväxtutsikterna relativt goda. I USA gynnas återhämtningen av minskande skuldsättning i hushållen och goda vinster i företagen även om behovet av budgetkonsolidering innebär att tillväxttalen blir måttliga de närmaste åren. Tillväxtekonomierna fortsätter att växa, även om en viss inbromsning har noterats i några länder.

Ingves tillade sedan, angående utvecklingen i Europa, att problem i flera länder är sammanlänkade med varandra. Försvagade finansiella system och svag konkurrenskraft har bidragit till försvagade statsfinanser. Försvagade statsfinanser har hållit tillbaka möjligheten och viljan att stärka de finansiella systemen. Stödprogram från andra länder förutsätter åtgärder som kommer tillrätta med grundläggande obalanser och problem, men sådana åtgärder kommer att ta tid.

Det är viktigt att återställa förtroendet för euroområdet som helhet och i enskilda krisländer. Många typer av åtgärder krävs och de är olika i olika länder. Banker behöver rekapitaliseras, ESM inrättas, nya regelverk för offentliga finanser måste följas och

åtgärder för att förbättra kostnadsläget fullföljas. I grund och botten handlar det om att stärka framtidsförväntningarna och förtroendet för att det finns trovärdiga och långsiktigt hållbara lösningar som hanterar de sammanlänkade problemen. Det är strukturella snarare än konjunkturella frågor som måste lösas.

Risken med kortsiktiga lösningar är att de endast flyttar runt riskerna i systemet, enligt Ingves. Då uppstår lättnader under en kort period som varar till dess marknaderna listat ut vart riskerna tagit vägen.

Utgångspunkten i huvudscenariot är att den mest akuta skuldkrisen hanteras och att långsiktigt hållbara lösningar kommer på plats. För svenskt vidkommande är det också viktigt att notera att det fortsätter att vara stora skillnader i ekonomisk utveckling mellan länderna i Europa. Många av de länder som är Sveriges viktigaste handelspartner fortsätter att växa. Det är snarare en fråga om skärningen mellan nord och syd än mellan euroländer och icke-euroländer. Ingves framhöll att det för omvärlden som helhet inte har skett några avgörande förändringar i prognosen sedan det förra penningpolitiska mötet.

Starka fundamenta gör att den svenska ekonomin har goda förutsättningar att växa. Det handlar till exempel om stabila offentliga finanser, en konkurrenskraftig exportsektor som bidragit till stora överskott i bytesbalansen, och måttliga löneökningar.

Inflationen mätt med både KPI och KPIF är i dagsläget låg. I huvudscenariot väntas att ett stigande resursutnyttjande drar upp inflationen mätt med KPIF till ungefär 2 procent 2014 medan KPI-inflationen, som påverkas av räntehöjningar, når knappt 3 procent samma år.

Ingves framhöll angående prognosen för kronans växelkurs, som innebär en viss förstärkning i konkurrensvägda termer under prognosperioden, att det är genuint svårt att göra sådana prognoser. Normalt brukar kronan försvagas i tider av ekonomisk oro, men givet den ekonomiska utvecklingen i Sverige kan man också argumentera för en förstärkning av kronan. Givet denna stora osäkerhet är prognosen rimlig.

Angående penningpolitiken och arbetsmarknaden är det ganska osäkert i vilken mån penningpolitiken kan finkalibreras avseende utvecklingen på arbetsmarknaden. Det finns gränser för vad penningpolitiken kan åstadkomma. Många problem på arbetsmarknaden är av strukturell karaktär. De strukturella problemen handlar bland annat om möjligheten att hitta arbete för nya grupper som tillkommer i arbetskraften, matchningen mellan lediga platser och arbetsökande samt hur flexibel lönebildningen är. Osäkerheten om nivån på den långsiktiga arbetslösheten är betydande, och enligt Ingves är intervallet 5 – 7,5 procent som beskrivs i rapportutkastet rimligt.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade därefter ett par punkter som tagits upp. Hon håller med Jansson om att det är svårt att hantera extrema utfall med låg sannolikhet i prognosen, men anser att man ändå kan beakta sådana utfall i det

penningpolitiska beslutet. Enligt Ekholm skulle en lägre ränta i dag innebära att svensk ekonomi är i ett bättre utgångsläge om ett extremt negativt utfall skulle inträffa under prognoshorisonten. Om det extrema utfallet inte inträffar, vilket är det mest sannolika, framstår kostnaden för en sådan mer expansiv penningpolitik som försumbar, eftersom det inte finns någon större inflationsrisk i nuläget. En eventuell kostnad med lägre ränta kan vara att låga räntor skulle kunna ge ökad skulduppbyggnad hos svenska hushåll och därigenom göra dem mer sårbara. Men tillväxttakten i hushållskrediter har nu uppvisat en nedåtgående trend under ett par år, trots att räntan varit låg. Därför uppfattar inte Ekholm detta som någon tydlig kostnad som ska ställas mot fördelarna av en sänkt ränta.

Därutöver kommenterade Ekholm det som anförts om den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Hon anser att detta har liten betydelse för det aktuella penningpolitiska ställningstagandet eftersom den faktiska arbetslösheten är klart högre än alla rimliga bedömningar av den långsiktigt hållbara nivån. Det penningpolitiska ställningstagandet handlar nu om hur snabbt arbetslösheten ska röra sig ned mot den långsiktigt hållbara nivån, var den nu än ligger. Bedömningen av den långsiktigt hållbara nivån har däremot stor betydelse när man ska reda ut varför inflationen i Sverige har hamnat under inflationsmålet under en längre period. Som Svensson nämnde är en hypotes att det skett en överskattning av den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten. Det är viktigt att analysera denna hypotes vidare. Ekholm inser att det är svårt, men framhöll att det vore en fördel om man kunde precisera nivån på den långsiktigt hållbara arbetslösheten tydligare än som nu med ett brett intervall.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** höll med Ekholm i detta. Beträffande frågan om ett intervall respektive punkttestimat för den långsiktigt hållbara arbetslösheten framhöll han att ett intervall, utan någon ytterligare information om fördelningen inom intervallet, kan tolkas som att alla estimat inom intervallet är lika sannolika. I så fall antas implicit en så kallad uniform fördelning över intervallet. Då blir mittpunkten av intervallet både väntevärde och median. Det som spelar roll för penningpolitiken är väntevärdet, som då således ges av mittpunkten. Det är således ur penningpolitisk synvinkel ingen praktisk skillnad mellan ett estimat i form av ett intervall och ett punkttestimat.

Svensson hänvisade därefter till Janssons kommentar om hur man i penningpolitiken ska förhålla sig till extrema utfall med låg sannolikhet. Enligt Svensson finns här en hel del att säga och en intressant internationell litteratur. Litteraturen blev bland annat stimulerad av frågan om hur Bank of England skulle hantera det starka pundet för cirka 10 år sedan och risken för en snabb och stor depreciering. Svensson påminde om att han har skrivit en

egen uppsats som försöker systematisera hur dessa frågor kan hanteras i penningpolitiken. Där finns också en del referenser till den internationella litteraturen.<sup>2</sup>

Vice riksbankschef **Per Jansson** höll med Ingves om att man måste ta hänsyn till många faktorer när man diskuterar den svenska arbetsmarknaden och den långsiktiga arbetslösheten. Det handlar inte bara om skattepolitiken och inflationsförväntningarna. Enligt Jansson betonas lönebildningens funktionssätt för lite i debatten om den långsiktiga svenska arbetslösheten. Ju mer flexibel lönebildningen är, desto mindre påverkan får olika störningar på sysselsättning och arbetslöshet. Då blir förutsättningarna för att få en låg arbetslöshet på längre sikt goda.

Jansson framhöll att det är bra och viktigt att Riksbanken jobbar vidare med olika frågeställningar som relaterar till arbetsmarknaden. Enligt Jansson är det inte minst betydelsefullt att jobba mer med disaggregerad mikrodata snarare än med aggregerad makrodata.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen om den ekonomiska utvecklingen. När det gäller omvärldsutvecklingen har fokus framförallt legat på euroområdet. Det råder enighet om att utvecklingen där väntas bli svag, men skillnader finns i bedömningarna av hur svag den kan bli och hur man i prognoshänseende bör hantera riskerna för en ännu sämre utveckling. Det finns också skillnader när det gäller prognosen för utländska styrräntor och dess konsekvenser. Det förefaller råda samsyn om att svensk ekonomi efter en stark inledning på året går mot en svagare utveckling.

### §3. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förespråkade en betydligt lägre räntebana än den i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Han anser att rapportutkastets prognoser för utländska styrräntor och euroområdets tillväxt ligger för högt och att en lägre räntebana ger en bättre avvägd penningpolitik eftersom den leder till en högre KPIF-inflation närmare målet och en lägre arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå.

Svensson hävdade att det följer av Riksbankslagen och dess förarbeten att mandatet för penningpolitiken är att upprätthålla prisstabilitet och uppnå högsta hållbara sysselsättning. Detta har han förklarat i detalj i ett tal vid SNS den 8 juni.<sup>3</sup>

Penningpolitiken innebär då i praktiken att välja räntebana så att man bäst stabiliserar KPIF-inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå

---

<sup>2</sup> Svensson, Lars E.O. (2003) "Optimal Policy with Low-Probability Extreme Events," i *Macroeconomics, Monetary Policy, and Financial Stability - A Festschrift for Charles Freedman*, Proceedings of a conference held by the Bank of Canada, Ottawa, s, 79-104, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).

<sup>3</sup> Svensson, Lars E.O. (2012), "Olika syn på penningpolitiken", tal vid SNS, 8 juni 2012.

under hela prognosperioden, inte bara vid prognosperiodens slut. Svensson anser att sysselsättning och arbetslöshet ska stå i fokus, inte resursutnyttjandet mer allmänt och oklart, och mätt med ett antal olika skakiga indikatorer.

En lägre eller högre räntebana ska inte ge bättre måluppfyllelse än den räntebana man väljer. För att jämföra olika räntebanor och motsvarande prognoser för inflation och arbetslöshet hänvisade Svensson vid detta penningpolitiska möte, som vid tidigare möten, till så kallade fyrfältsdiagram (se bild 3 och 4 i appendix 1). Dessa diagram är enligt Svensson mycket användbara och till och med nödvändiga vid valet av räntebana, liksom vid motiveringen av den valda räntebanan och vid utvärderingar av om penningpolitiken varit väl avvägd.

Svensson påminde om att Finansutskottet i sitt betänkande den 7 juni om penningpolitiken 2009-2011 kommenterar fördjupningen "En metod för att utvärdera olika penningpolitiska alternativ" i Riksbankens underlag för utvärdering av penningpolitiken 2011 där fyrfältsdiagrammen behandlas.<sup>4</sup> Finansutskottet betonar att användningen av dessa diagram, med alternativa räntebanor och motsvarande prognoser för penningpolitikens målvariabler, underlättar och belyser beslutsfattandet och ökar förståelsen för räntebesluten och tydligheten i Riksbankens beslutsgrunder. Svensson anser det angeläget att gå Finansutskottet till mötes och utveckla användningen av dessa diagram. Han beklagade att de i utkastet till penningpolitisk rapport blir styvmoderligt behandlade och bara får 2 av rapportens totalt cirka 60 sidor. Det bör tydligt framgå i rapporten om penningpolitiken är väl avvägd eller inte, och då är dessa diagram nödvändiga.

Svensson gick därefter över till att kommentera alternativa räntebanor inför detta beslutstillfälle. Han framhöll att en lägre räntebana ger bättre måluppfyllelse för KPIF-inflation och arbetslöshet även om man använder antagandena om tillväxten i euroområdet och framtida utländska styrräntor från huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport (se bild 3 i appendix 1). Enligt Svensson gäller denna slutsats också om man antar att inflationen och arbetslösheten reagerar långsammare på ränteändringar än i modellen Ramses. Det fallet ger ett argument för en större och tidigare räntesänkning.

En prognos för utländska styrräntor enligt utländska terminräntor är, enligt Svensson, en mer realistisk prognos i nuläget och ger argument för en betydligt lägre svensk räntebana (se bild 4 i appendix 1). Prognoserna för inflation och arbetslöshet i diagrammet är gjorda med den korrigerade skattningen av den långsiktigt hållbara arbetslösheten till 5,5 procent. Enligt Svensson är det klart att den lägre räntebanan leder till betydligt bättre måluppfyllelse. En mindre optimistisk prognos för euroområdet ger ytterligare argument för en lägre räntebana.

---

<sup>4</sup> Finansutskottet (2012), "Utvärdering av penningpolitiken 2009-2011", Betänkande 2011/12: FiU24, s. 35-36.

Mot bakgrund av detta kunde inte Svensson ställa sig bakom utkastet till penningpolitisk rapport och räntebanan i dess huvudscenari och förordade att reporäntan nu sänks med 0,5 procentenheter till 1,0 procent och sedan en räntebana på 0,75 procent från och med fjärde kvartalet 2012 till och med fjärde kvartalet 2013, och sedan en uppgång till 2 procent vid prognosperiodens slut.

Svensson finner inga skäl till att åsidosätta mandatet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning för att bedriva någon slags "leaning against the wind"-politik med en stram penningpolitik i tron att man då förbättrar den finansiella stabiliteten, till exempel genom att begränsa bolånetillväxten. Det finns inget teoretiskt eller empiriskt stöd för att en högre styrränta under nuvarande förhållanden skulle ha en signifikant effekt på den finansiella stabiliteten i Sverige och att detta skulle vara ett skäl till att hålla inflationen under målet och arbetslösheten över en långsiktigt hållbar nivå.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** förklarade att hon, liksom Svensson, anser att mer penningpolitisk stimulans är motiverad. Inflationen ligger klart under målet och arbetslösheten klart över vad som kan anses vara en långsiktigt hållbar nivå. Penningpolitiken ska då bidra till att höja både inflation och resursutnyttjande genom en förhållandevis låg reporänta. Ekholm tycker inte att reporäntebanan i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport är tillräckligt låg, något som illustreras i simuleringen med en lägre räntebana i avsnittet om alternativa räntebanor. I denna simulering kommer KPIF-inflationen snabbare upp till 2 procent och arbetslösheten blir lägre än i huvudscenariot.

I utkastet till penningpolitisk rapport betonas att dessa simuleringar inte fångar alla faktorer av betydelse för huruvida penningpolitiken är väl avvägd eller inte. Ekholm hävdade dock att sådana marginella avvikelser från huvudscenariots räntebana ändå fångar de mest relevanta faktorerna. Ekholms slutsats är därför att huvudscenariots räntebana är för hög och inte utgör en väl avvägd penningpolitik.

Enligt Ekholm är en sänkning med 50 punkter till 1 procent motiverad. I det läge svensk ekonomi befinner sig idag, med oro på de finansiella marknaderna och stor osäkerhet kring utvecklingen i euroområdet, är det enligt Ekholm befogat med en större sänkning än de 25 punkter som reporäntan oftast förändras med. Ekholm menar att räntan sedan kan ligga kvar på 1 procent till och med tredje kvartalet 2013, och sedan successivt stiga till en nivå som ligger en halv procentenhet lägre än nivån i huvudscenariot vid prognoshorisontens slut.

Ekholm framhöll att det finns ett element av godtycklighet i den bana som hon förordar då hon inte kan visa att just den banan ger den bästa möjliga måluppfyllelsen med avseende på inflation och resursutnyttjande. I modellsimuleringar ger den helt klart bättre måluppfyllelse än huvudscenariots bana när omvärldens styrräntor prognosticeras med implicita terminräntor, men det finns flera osäkra faktorer i de simuleringarna. Det

centrala är dock, enligt Ekholm, att den låga inflationen och den förhållandevis höga och dessutom stigande arbetslösheten motiverar mer penningpolitisk stimulans. Dessutom anser hon att den mindre nedrevidering av själva räntebanan som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport inte är tillräcklig för att åstadkomma detta.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** återknöt till sitt tidigare konstaterande att det är rimligt att prognosen för euroområdet justerats ner i närtid. Men utvecklingen om ett år eller så är genuint osäker och i stor utsträckning beroende på politiska åtgärder. Någon variant av det alternativscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport som bygger på en snabbare återkomst av förtroendet skulle enligt henne kunna visa sig vara lika realistiskt som det andra alternativscenariot där förtroendekrisen djupnar och blir mer långdragen.

När hon väger ihop de något försämrade utsikterna i omvärlden och den växtkraft som svensk ekonomi visat är det Wickman-Paraks bedömning att det är lämpligt att hålla kvar räntan på 1,5 procent. Det är en låg ränta och den kan förbli låg ett bra tag till eftersom inflationen inte är något problem i det korta perspektivet. Om det bara hängde på inhemska faktorer skulle hon kunna nöja sig med en oförändrad reporäntebana jämfört med i april. Men med de något sämre utsikterna och framförallt den stora osäkerheten i euroområdet är det ändå rimligt att markera att sannolikheten för en räntesänkning i höst är något större än sannolikheten för en räntehöjning.

I prognosen närmar sig inflationen målet mot slutet av nästa år. Det anser Wickman-Parak är en acceptabel måluppfyllelse. Att sänka räntan nu med 0,25 procentenheter och lägga en något lägre räntebana skulle ge marginella effekter på både inflation och efterfrågan. En större sänkning, som den Ekholm och Svensson förordar, skulle visserligen kunna få upp inflationen snabbare mot målet. Prognosen skulle på det sättet "se bättre ut". Men Wickman-Paraks bedömning är att effekterna på den reala ekonomin inte skulle bli särskilt stora och att det finns risker förknippade med en sådan politik.

Det är inte på grund av en för hög ränta som investeringarna hålls tillbaka, utan till följd av stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen. Visserligen skulle hushåll med rörliga lån kunna få ett bättre kassaflöde och, allt annat lika, få möjlighet att öka sin konsumtion något om räntan sänks, men större effekter kommer först om upplåningen ökar. Men Wickman-Parak skulle för egen del inte vilja se en återgång till en snabb skulduppbbyggnad som kan ge problem längre fram.

Eftersom räntan verkar med eftersläpning skulle dessutom effekterna av en sänkt ränta komma när efterfrågan växer av egen kraft, resursutnyttjandet är nära det normala och KPIF-inflationen ligger något över 2 procent.

Enligt Wickman-Parak är det för stort fokus på dagens låga inflation i stället för på prognosen för inflationen. Även om det inte finns någon inflationsrisk i det korta perspektivet kan det förhålla sig annorlunda på lite längre sikt när arbetskraftsefterfrågan



ökar. I huvudscenariot ligger arbetslösheten strax över 6 procent vid prognosperiodens slut. Det kan, som i prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport, vara förenligt med en inflation som bara marginellt överstiger två procent. Men med de problem som finns på arbetsmarknaden, som hon utvecklat mer utförligt i ett tal i början av året, är Wickman-Parak inte övertygad om att en ökad efterfrågan på arbetskraft kommer att kunna mötas på ett smidigt sätt utan risk för press uppåt på inflationen.<sup>5</sup>

Slutligen konstaterade hon att reporäntan givetvis inte kommer att vara fastlåst på 1,5 procent oavsett vad som händer. Utsikterna kan naturligtvis bli betydligt sämre längre fram och då bör penningpolitiken omprövas. Men det kan i det läget finnas anledning att diskutera penningpolitikens möjligheter och effektivitet kontra andra åtgärder för att stimulera ekonomin.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** förklarade att hon stödjer förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport om att hålla reporäntan oförändrad på 1,5 procent och att justera ner räntebanan något. af Jochnicks bedömning baseras på att utvecklingen i Sverige i dag fortsatt ser ganska bra ut. Osäkerheten över utvecklingen i Europa har dock ökat och är mycket svårbedömd. Ökade risker för en sämre utveckling i Europa reflekteras i den något sänkta räntebanan. Om problemen i Europa resulterar i en lägre inflationsprognos och sämre tillväxt än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport skulle en sänkning av reporäntan kunna motiveras.

af Jochnick framhöll att Riksbanken nu bedriver en expansiv penningpolitik. Inflationen är i dagsläget låg, men kommer att nå inflationsmålet inom prognosperioden. Hon förtydligade därefter varför en lägre ränta i dag inte skulle bidra till en bättre avvägd penningpolitik. Det mycket besvärliga omvärldsläget just nu är den viktigaste faktorn för penningpolitiken. I det rådande läget med stora nedåtrisker, försiktiga konsumenter och ett mycket lågt ränteläge måste man vara varsam med att använda historiska samband för penningpolitikens genomslag. Sannolikt är penningpolitikens genomslag nu begränsat.

Därför skulle ytterligare en räntesänkning i dagsläget slå igenom ganska långsamt på räntorna gentemot företag och hushåll. Transmissionsmekanismen är helt enkelt långsammare i detta läge. Därtill kommer att problemen på arbetsmarknaden i första hand är av strukturell karaktär. Den expansiva penningpolitiken i huvudscenariot bedömde af Jochnick skulle bidra till att arbetslösheten minskar till drygt 6 procent i slutet av prognosperioden. Det innebär att den då ligger i mitten av det intervall för den långsiktiga arbetslösheten som uppskattas till 5-7,5 procent i utkastet till penningpolitisk rapport.

---

<sup>5</sup> "Penningpolitik och arbetslöshet – en ständigt aktuell debatt", 24 januari 2012.

Låga räntor riskerar att skapa incitament till en skulduppbyggnad som enligt af Jochnick inte är önskvärd. Hon framhöll att hon tidigare har pekat på att direktionen bör diskutera de eventuella negativa effekter som låga räntor under en lång tid kan leda till, såsom beteenden och obalanser som inte är hållbara. Direktionen måste därför fortsatt, samtidigt som den ser till att uppnå inflationsmålet och stabiliserar realekonomin, väga in faran för en riskuppbyggnad i den privata sektorn.

Vice riksbankschef **Per Jansson** hänvisade till att han i sin diskussion om den ekonomiska utvecklingen beskrivit avvägningen mellan å ena sidan en mycket riskfylld och osäker omvärld och å andra sidan en svensk ekonomi som visar motståndskraft och snarast överraskar positivt.

Med de mycket stora risker som finns på det internationella planet är det inte omöjligt att nu komma fram till att dessa sett för sig skulle kunna tala för omedelbara och ganska omfattande sänkningar av den svenska reporäntan. Men som Jansson tidigare varit inne på tycker han att det är mycket svårt att uppskatta sannolikheterna för, och de eventuella konsekvenserna av, de dåliga utfallen i riskbilden. Samtidigt är det inte självklart att man i väntevärdestermener, ens om man kunde, verkligen fullt ut skulle vilja ta hänsyn till dessa osannolika utfall med potentiellt stora ekonomiska effekter. Den slutsats Jansson drar, och som också återfinns i utkastet till penningpolitisk rapport, är att om dessa extrema utfall inträffar så ställs penningpolitiken i Sverige inför en helt ny situation.

När det gäller svensk ekonomi är situationen påtagligt annorlunda. Sett för sig skulle i Sveriges fall den robusta och överraskande starka utvecklingen istället kunna tala för omedelbara höjningar av reporäntan. För att inte bli missförstådd fann Jansson det i sammanhanget viktigt att lyfta fram att han förstår delar synen att svensk ekonomi just nu inte är i behov av någon åtstramande penningpolitik. Vad det i så fall skulle handla om är istället att gasa lite mindre än motsvarande en reporäntenivå på 1,5 procent för att se till att konjunkturen och inflationen utvecklas lagom snabbt och på ett hållbart sätt.

För Jansson framstår förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport som rimligt och naturligt. Varandra motverkande faktorer gör att en oförändrad nivå på reporäntan just nu är ett rimligt beslut. De sämre förutsättningarna för återhämtning i euroområdet påverkar också Sverige och leder till en viss sänkning av banan för reporäntan jämfört med bedömningen i april. Denna sänkning av banan för reporäntan är förstås inte en fullgod försäkring mot alla stora risker som finns i den internationella ekonomin, men det är heller inte tanken.

Jansson rundade av med att påpeka att hushållens skuldsättning, precis som i februari och i april, fortsätter att på marginalen vara en faktor som han menar talar för att inte ytterligare sänka reporäntan. Han upplever inte att riskbilden nu är mer allvarlig än tidigare, men den höga skuldkvoten bland hushållen fortsätter att göra den svenska ekonomin mer sårbar och skör än vad den skulle vara vid en lägre skuldsättningsgrad.

Om hushållens skuldsättning av något skäl på nytt skulle börja öka mer påtagligt så behöver olika politikområden i Sverige tillsammans diskutera behovet av olika åtgärder för att inte riskerna på området ska bli alltför stora.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att han ställer sig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent samt att justera ned banan för reporäntan något under 2012 och 2013. Utkastet till penningpolitisk rapport ger en nyanserad bild som ger en lämplig avvägning mellan omvärlden och den inhemska utvecklingen.

Penningpolitiken förutses bli expansiv under en period. De försämrade utsikterna i euroområdet motiverar en nedjustering av reporäntebanan. Den reala reporäntan väntas bli negativ under 2012 och 2013. Men sen behöver reporäntan höjas gradvis för att se till att inflationen hamnar kring målet och att resursutnyttjandet blir normalt.

Huvudscenariot är Riksbankens bästa bedömning, men samtidigt är det viktigt att vara medveten om att en helt annan utveckling inte går att utesluta. Om skuldcrisen i Europa fördjupas och ett dåligt scenario materialiseras påverkas även den svenska ekonomin. Det är dock inte möjligt att med penningpolitiken i förväg motverka att ett sådant scenario realiseras. Blir utvecklingen en helt annan får det hanteras då. I ett riktigt dåligt scenario handlar det inte i första hand om att väga mindre justeringar av reporäntan mot varandra. Då handlar det mera om hur hela den finansiella sektorn påverkas och vad det betyder för penningpolitiken. I en sådan värld är det inte ens säkert att gängse modeller och analysmetoder fungerar.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** återkom därefter till frågan om den kortsiktiga avvägningen mellan inflation och arbetslöshet som Wickman-Parak tagit upp. När arbetslösheten varit hög och långtidsarbetslösheten är stor tenderar arbetslösheten att bita sig fast. Det innebär att den kortsiktiga avvägningen mellan inflation och arbetslöshet blir mer ogynnsam, såtillvida att det krävs en mer expansiv penningpolitik med tillhörande högre inflation för att få ner arbetslösheten till långsiktigt hållbara nivåer och för att också locka tillbaka personer till arbetsmarknaden som tidigare lämnat arbetskraften. Det innebär att man måste acceptera högre inflation under en viss tid och framför allt inflation över målet.

I detta sammanhang påminde Svensson om att inflationsförväntningarna i Sverige förankrats vid målet och att genomsnittlig inflation avvikit från målet. Då blir den långsiktiga Phillipskurvan inte längre vertikal utan lutande, och genomsnittlig inflation under målet medför högre genomsnittlig arbetslöshet. Då blir det viktigt att se till att den genomsnittliga inflationen under en längre period ligger på målet. Då måste inflationen ligga över målet lika ofta och mycket som den ligger under målet. Det innebär att man inte ska vara rädd för att låta inflationen skjuta över målet, i synnerhet inte när arbetslösheten är hög och man önskar ha ner den till en långsiktigt hållbar nivå.

Svensson gick därefter över till att diskutera om hushållens skuldsättning är ett argument mot att sänka reporäntan. Svensson hänvisade till sina fyrfältsdiagram som han menar visar att en lägre räntebana även under huvudscenariots antaganden om utländska styrräntor och högre tillväxt i euroområdet ger en bättre måluppfyllelse (se bild 3 i appendix 1). Detta gäller särskilt mot bakgrund av att en långsiktigt hållbar nivå på arbetslösheten av allt att döma efter korrigering av Riksbankens bedömning är ca 5,5 procent. Huvudscenariot är alltså enligt detta inte väl avvägt.

Svensson påpekade att det i utkastet till penningpolitisk rapport förs fram två skäl till varför huvudscenariot ändå skulle kunna vara väl avvägt. Det första skälet är att den lägre räntebanan skulle leda till högre skuldsättning för hushållen och att detta skulle göra ekonomin mer sårbar och känslig för störningar i framtiden. Enligt Svensson finns ingen analys som stöder detta påstående. Tvärtom, den analys som finns tyder på motsatsen. Ett typiskt resultat i Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011) och andra uppsatser är att en procentenhets lägre styrränta kan ge 1-3 procents högre bostadspriser inom några år.<sup>6</sup> Det innebär att 25 punkters lägre räntebana kan öka bostadspriser och skuldsättning med kanske en halv procent. Eftersom disponibel inkomst också ökar så ökar då skuldkvoten med mindre än en halv procent. En så liten ökning av skuldkvoten har en obetydlig effekt på eventuell sårbarhet.

Analysen i Finansinspektionens (2012) rapport om bolånemarknaden visar dessutom att nya bolåntagare har mycket stor motståndskraft mot störningar.<sup>7</sup> De nya och således mest skuldyngda bolåntagarna klarar mycket svåra stresstester. Om huspriserna faller med 40 procent och arbetslösheten ökar med 20 procentenheter beräknas endast mindre än 6 procent av hushållen med ett nytt bolån få underskott i en så kallad "kvar att leva på"-kalkyl och samtidigt få en belåningsgrad som överstiger 100 procent (Finansinspektionen 2012, s 12). Svensson påminde om att de svenska bolåntagarna och den svenska bostadsmarknaden dessutom har utsatts för och klarat stresstester i realtid, under den finansiella krisen 2008–2009 och på nytt under den pågående krisen i euroområdet 2011–2012. Dessa "realtidstresstester" har medfört tämligen måttliga effekter på huspriserna och på konsumtionen. Svenssons slutsats är att de svenska bolåntagarna i dag har betydande motståndskraft mot störningar.

Svensson hävdade dessutom att en ekonomi i balans med inflation på målet och arbetslösheten på en hållbar nivå är mer motståndskraftig mot störningar än nuvarande svagare ekonomi. En mer expansiv penningpolitik skulle således enligt detta resonemang minska sårbarheten.

---

<sup>6</sup> Assenmacher-Wesche, Katrin och Stefan Gerlach (2010), "Monetary policy and financial imbalances: facts and fiction", *Economic Policy* July 2010, s. 437-482. Claussen, Carl Andreas, Jonsson, Magnus och Lagerwall, Björn (2011), "En makroekonomisk analys av huspriserna i Sverige", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, kapittel II.1.

<sup>7</sup> Finansinspektionen (2012), Den svenska bolånemarknaden, Rapport 13 mars 2012.

Vidare framhöll Svensson att det i nuläget snarast är så att högre styrräntor i Sverige kan försämra, inte förbättra, den finansiella stabiliteten. Svenska banker väljer att i betydande utsträckning finansiera sig med kortfristig utländsk upplåning. Eftersom svenska korta räntor är högre än utländska korta räntor på grund av den högre reporäntan blir det attraktivt för utländska investerare att investera i svenska kronor, vilket ger möjlighet till utländsk finansiering för svenska banker. Men, som betonas i Riksbankens stabilitetsrapporter, detta innebär risker eftersom utländska investerare är flyktiga. När den svenska styrräntan höjs i förhållande till utländska räntor blir det än mer attraktivt för utländska investerare att finansiera svenska banker och än lättare för svenska banker att öka sin utlandsfinansiering. Detta är en företeelse som uppmärksammas när det gäller kapitalflöden till utvecklingsekonomier vid låga räntor i utvecklade ekonomier, men den uppstår också för utvecklade ekonomier med högre räntor än omvärlden. Enligt Svensson är detta ett exempel på en situation där en höjning av styrräntan, om något, ökar riskerna för den finansiella stabiliteten.

Det andra skälet till varför huvudscenariot skulle kunna vara väl avvägt som nämns i utkastet till penningpolitisk rapport, och också framhållits av Wickman-Parak, är att ekonomin för närvarande skulle reagera långsammare och mindre på reporäntan än vanligt. Svensson framhöll att detta är ett argument för att sänka reporäntan snabbare och mer, inte långsammare och mindre. Enligt Svensson är det också ett argument för att penningpolitiken tidigare borde ha varit mer expansiv, varvid utgångsläget nu hade varit bättre.

Det har också nämnts att ökad osäkerhet skulle minska genomslaget för penningpolitiken och styrräntan och hålla tillbaka konsumtionen. Det kan förstås vara så, men Svensson kände inte till någon studie eller analys som visat detta. Erfarenheterna under krisen 2008-2009 talar emot detta. Då var osäkerheten mycket stor, rimligtvis större än idag, och arbetslösheten väntades stiga mycket mer än den sedan gjorde. Inte desto mindre föll konsumtionen initialt ganska måttligt och ökade sedan ganska bra när styrräntan sänkts kraftigt.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** kommenterade sedan vad Kerstin af Jochnick och Barbro Wickman-Parak sagt om att penningpolitiken verkar med en fördröjning som kanske är särskilt stor i dagens osäkra läge. Flera ledamöter har varit inne på att det finns anledning att vänta tills man ser att ekonomin verkligen påverkas negativt innan man börjar anpassa penningpolitiken. Enligt Ekholm finns en viss konflikt mellan dessa ståndpunkter, eftersom det kan vara för sent att justera penningpolitiken i mer expansiv riktning för att stabilisera ekonomin när det verkligen har kommit in hårddata som visar en negativ utveckling. Ingves nämnde att det inte räcker med mindre justeringar av reporäntan om ett verkligt negativt utfall realiseras. Ekholm håller med om det, men anser att det är viktigt att justera den utifrån prognosen – även om det handlar om små

justeringar – för att se till att utgångsläget i alla fall är så gott som möjligt om det verkligt negativa utfallet inträffar.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** kommenterade sedan Svenssons inlägg om den nuvarande räntenivåns effekter på hushållens skuldsättning.

Sett i ett historiskt perspektiv är räntorna idag väldigt låga och erfarenheten av vilka incitament som låga räntor under en längre period kan skapa är begränsad. Oron för att svenska hushåll har en alltför hög skuldsättning finns såväl i Riksbankens egen analys av finansiell stabilitet som i flera utländska analyser av Sverige. Detta är ett område som fortsatt kräver Riksbankens uppmärksamhet.

Vice riksbankschef **Per Jansson** framhöll att mycket av hans oro kring hushållens skuldsättning går tillbaka till vad ett antal länder fått gå igenom under senare år. Det visar tydligt varför man definitivt vill undvika att hamna i ett läge där skuldsättningsgraden blivit för hög. Anpassningen ner till en lägre belåningsgrad är mycket smärtsam för hushållen och dålig för samhällsekonomin. Det kan även noteras att många bedömare ansåg att inga problem förelåg i dessa länder innan utvecklingen visade sig vara ohållbar.

Slutligen ville Jansson understryka, på samma sätt som han gjorde i april, att hans syn är att den penningpolitik som han förordar är en klok och bra penningpolitik utifrån inflations- och konjunkturutsikterna. Precis som i april betonade han att hushållens skuldsättning är en faktor som har betydelse på marginalen men egentligen inte behövs i den grundläggande motiveringen av penningpolitiken.

Som kommentar till Janssons diskussion av hushållens skuldsättning framhöll vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** att de studier som Riksbanken gjort inte ger belägg för att svenska bostäder skulle vara övervärderade och hushållen därigenom överskuldsatta, med skulder som inte har tillräcklig täckning. Alla studier Svensson känner till tyder på att bostadspriserna är helt förenliga med fundamenta, hög efterfrågan, bland annat på grund av växande disponibla inkomster och en långsiktig fallande trend för långa reala boräntor, och liten nybyggnation.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påpekade att hushållens skuldsättning kan utgöra ett problem oberoende av bostadsprisutvecklingen. Ju högre skuldsättning desto mer återhållsamma kan hushållen förväntas bli om exempelvis utvecklingen i omvärlden förvärras och konjunkturen här hemma försvagas med ökad arbetslöshetsrisk som följd.

Apropå Ekholms synpunkt om en konflikt mellan synen att penningpolitiken i dagsläget verkar med särskilt lång fördröjning och ståndpunkten att man bör vänta med att agera till en negativ utveckling börjat materialiseras, sa Wickman-Parak att en sådan konflikt inte nödvändigtvis föreligger. Att penningpolitiken nu verkar med en särskilt stor eftersläpning innebär också att de positiva effekterna är små på kort sikt samtidigt som risken för uppbyggnader av obalanser som kan förorsaka kostnader på längre sikt är stor.

Ordförande, riksbankschef **Stefan Ingves**, sammanfattade mötesdiskussionen med att det finns orosmoln i Europa som skuggar svensk ekonomi. Han konstaterade att en viktig fråga för det penningpolitiska beslutet för flera ledamöter har varit hur den oväntat starka svenska utvecklingen ska ställas mot den ökade oron för en sämre utveckling i euroområdet. Direktionen är enig om att räntan behöver vara låg för att stimulera ekonomin. Det finns dock skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

En majoritet av ledamöterna anser att oförändrad ränta i dag och den räntebana som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport, där reporäntan är kvar på 1,50 procent under drygt ett år framöver, innebär en väl avvägd penningpolitik och leder till att inflationsmålet uppnås samtidigt som resursutnyttjandet stabiliseras kring en normal nivå.

Två ledamöter anser att en lägre reporänta idag och en lägre reporäntebana skulle göra att inflationen snabbare når målet och att arbetslösheten blir lägre och att penningpolitiken då blir bättre avvägd. En lägre ränta skulle enligt dessa även sätta ekonomin i ett bättre utgångsläge om problemen i euroområdet skulle eskalera. Flera ledamöter menar däremot att den aktuella penningpolitiken inte kan beakta osannolika katastrofscenarier. Om ett sådant scenario inträffar ställs penningpolitiken inför en helt annan situation.

Majoriteten av ledamöterna är av uppfattningen att man inte helt kan bortse från de risker som kan uppstå när man har en låg ränta under en lång tid och nämnde i sammanhanget hushållens höga skuldkvot och de sårbarheter den skapar för ekonomin.

För övrigt råder det enighet om att den faktiska arbetslösheten nu är högre än den långsiktigt hållbara arbetslösheten, även om det finns olika bedömningar av nivån på denna. Det finns också olika bedömningar av vad penningpolitiken i dagsläget kan åstadkomma vad gäller utvecklingen i arbetslösheten.

## §4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten onsdagen den 4 juli 2012 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 11 juli 2012,
- att onsdagen den 4 juli 2012 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt

- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 17 juli 2012 kl. 9.30.

Vice riksbankscheferna Karolina Ekholm och Lars E. O. Svensson reserverade sig mot beslutet om oförändrad reporänta och mot räntebanan i den penningpolitiska rapporten. De förordade båda en sänkning av reporäntan till 1,0 procent och en lägre räntebana än den i den penningpolitiska rapporten. Karolina Ekholm förordade en bana som fortsätter att ligga på 1 procent till och med tredje kvartalet 2013 och sedan stiger till 2,6 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att en räntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Lars E. O. Svensson förordade en bana som ligger på 0,75 procent från och med fjärde kvartalet 2012 till och med fjärde kvartalet 2013 och sedan stiger till 2 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hans bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor längre fram och euroområdet tillväxt är för höga och att hans räntebana ger en prognos för KPIF-prognosen 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

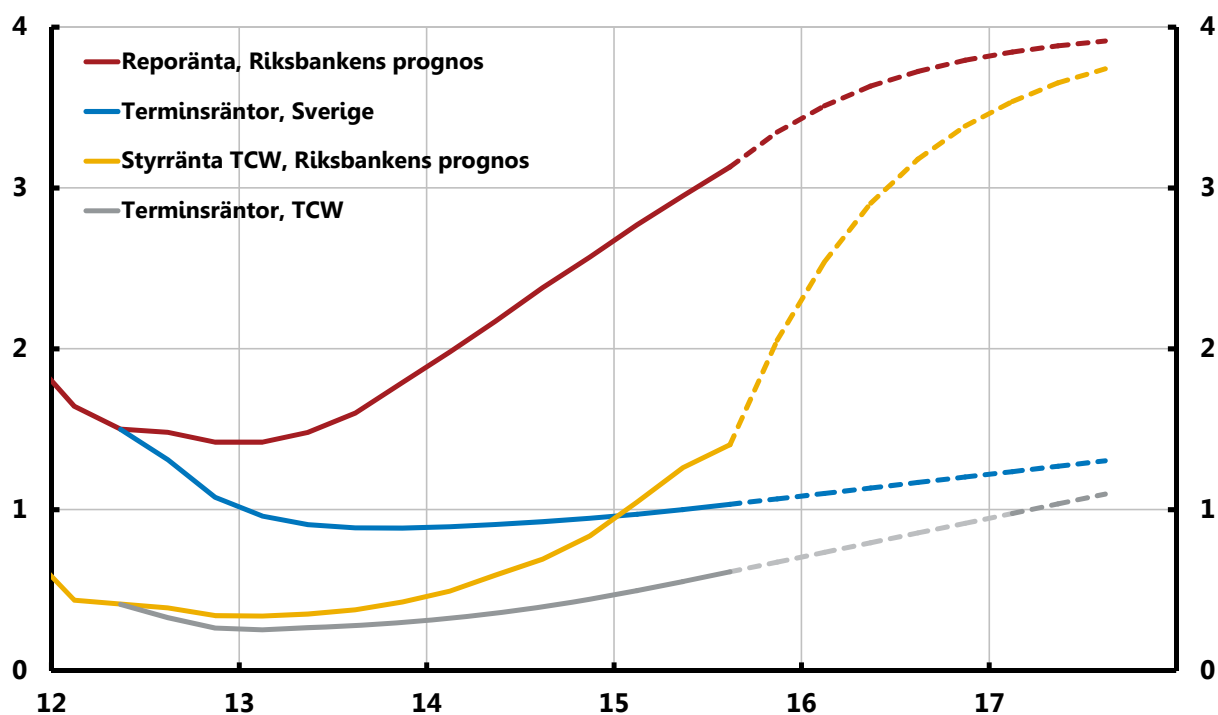
Barbro Wickman-Parak



## Appendix 1. Diagram

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

Procent. Terminsräntor från 27 juni

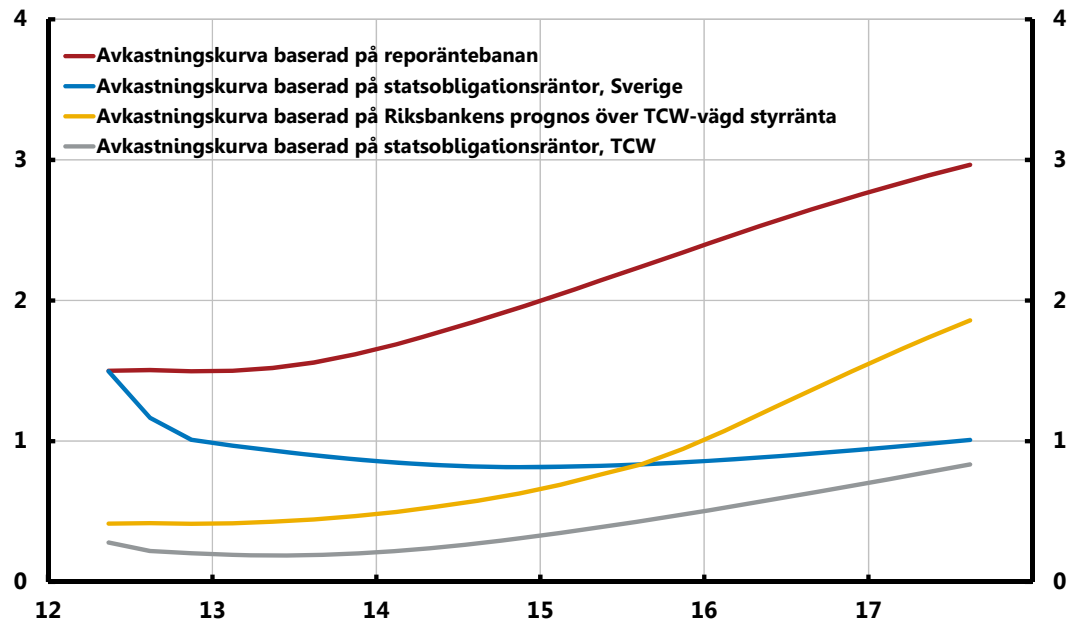


Not: De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier enligt en tumregel på 1 räntepunkt per månad. För kvartalen bortom prognoshorisonten (2015, kvartal 4) är kurvorna extrapolerade med oförändrad lutning och inte baserade på faktisk marknadsprissättning.

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

## Bild 2. Avkastningskurvor, juli 2012

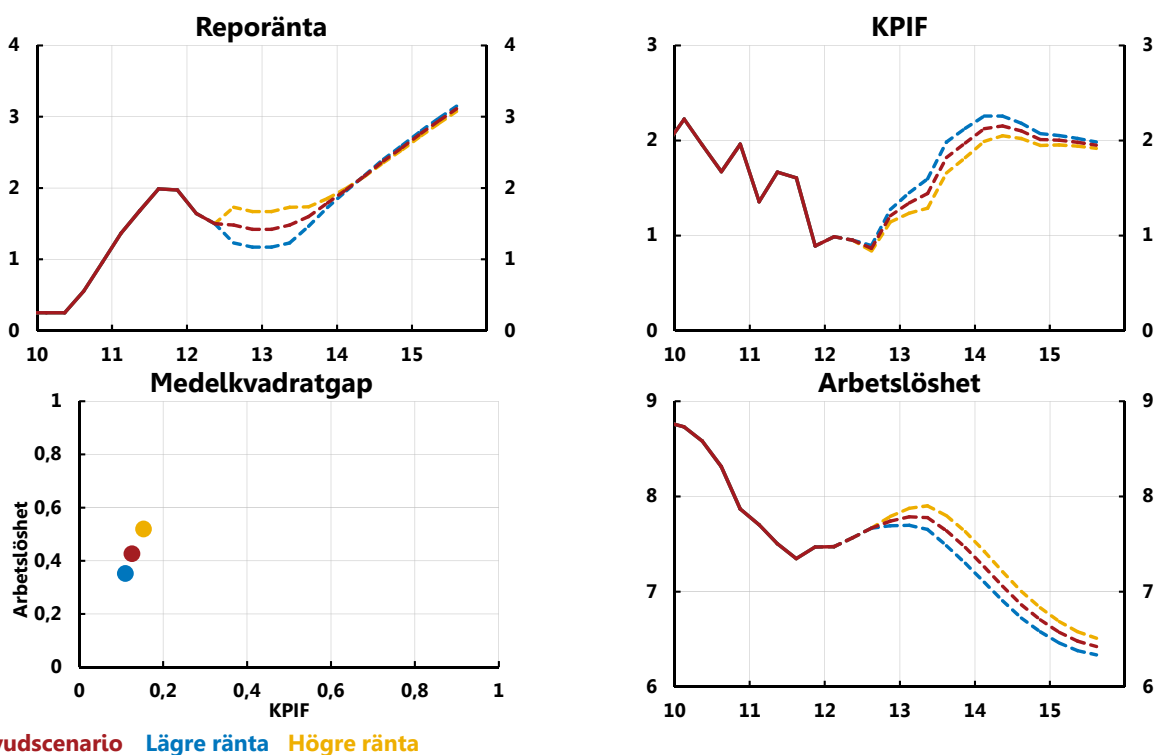
Procent. Statsobligationsräntor från 20-25 juni



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

### Bild 3. Penningpolitiska alternativ, juli 2012

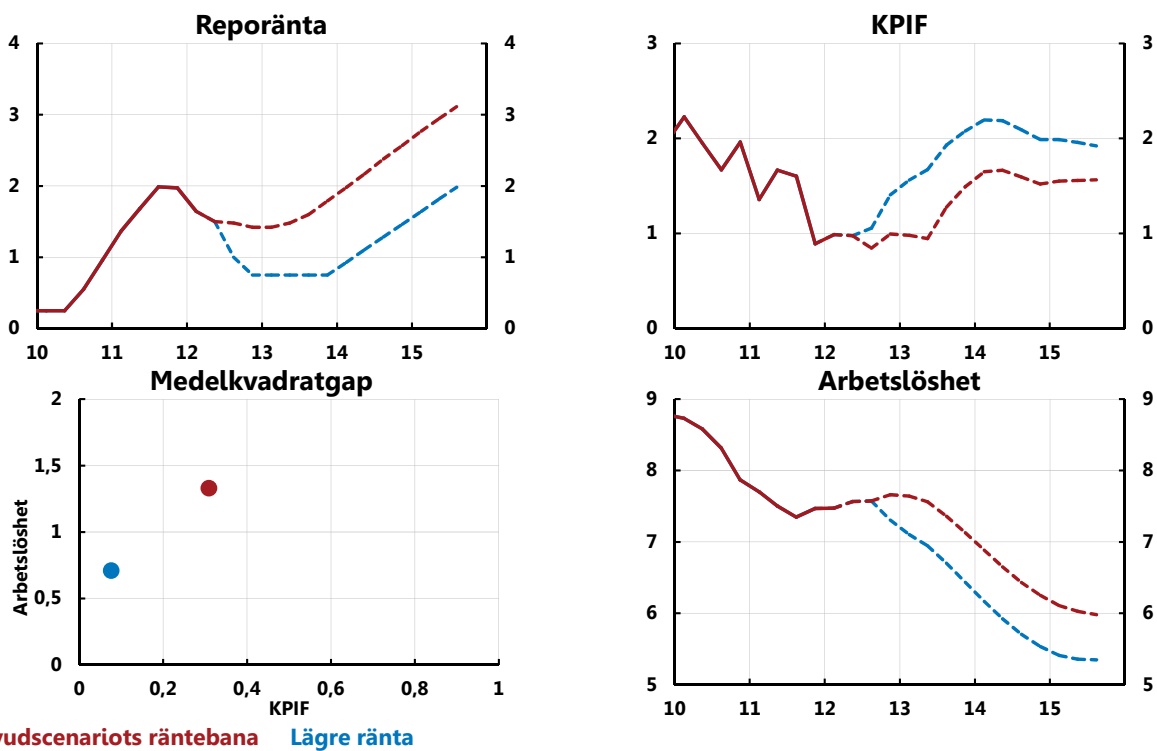
Utländska räntor enligt huvudscenariot. Långsiktig hållbar arbetslöshet 6,5 procent  
 Avvikelse enligt Ramses



Källor: SCB och Riksbanken

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

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



Källor: SCB och Riksbanken

## Appendix 2. Kommentar från Lars E.O. Svensson

De synpunkter som framförs i denna kommentar är Svenssons egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare.

### Korrigerig av Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten

**Lars E.O. Svensson**

5 juli 2012

*Riksbankens nya (mitt)punktskattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten på 6,25 procent överskattar den långsiktigt hållbara arbetslösheten med ungefär 0,75 procentenheter. Korrigerat för överskattningen blir punktskattningen ungefär 5,5 procent.*

I Sveriges riksbank (2012) skattas den långsiktigt hållbara arbetslösheten (LHA). LHA definieras som arbetslösheten i en steady-state-jämvikt där inflationsförväntningarna sammanfaller med den faktiska inflationen. LHA beräknas i två steg. I det första steget skattas LHA så som den var i 2006, året innan regeringen påbörjade sina reformer. Denna skattning visar en LHA i intervallet 6,5–7,5 procent, dvs. med en mittpunkt på 7 procent. I det andra steget skattas effekten av statliga reformer och förändringar i arbetskraftens sammansättning på LHA sedan 2006. Denna skattning visar på en sänkning av LHA i intervallet 0–1,5 procentenheter, dvs. med en mittpunkt på 0,75 procentenheter. Genom att dra det senare intervallet från det förra fås intervallet 5–7,5 procent med en mittpunkt på 6,25 procent. Mittpunkten 6,25 procent kan alltså ses som Riksbankens nya punktskattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

Denna kommentar handlar om det första steget, (mitt)punktskattningen av LHA på 7 procent, och hävdar att det innebär en systematisk överskattning på omkring 0,75 procentenheter. Korrigerat för detta blir punktskattningen av LHA 2006 alltså omkring 6,25 procent. Efter ett avdrag i det andra steget med 0,75 procentenheter, för att ta hänsyn till effekten av statliga reformer och förändringar i arbetskraftens sammansättning, blir den korrigerade punktskattningen av den nya hållbara arbetslösheten omkring 5,5 procent.

I denna kommentar beräknar jag den systematiska överskattningen på 0,75 procent på två olika sätt. Det första utgår från en skattad långsiktig s.k. förväntningsutvidgad Phillipskurva för KPI-inflationen och arbetslösheten. Den systematiska överskattning beräknas här utifrån observationen att den genomsnittliga inflationen har varit lägre än

de genomsnittliga inflationsförväntningarna, vilket tillsammans med den skattade långsiktiga Phillipskurvan betyder att den genomsnittliga arbetslösheten är högre än LHA. Det andra sättet utgår från en skattad långsiktig Phillipskurva med Riksbankens tidigare skattning av arbetslöshetsgapet (Sveriges riksbank, 2010) i stället för arbetslöshetsnivån. Den systematiska avvikelserna beräknas här utifrån observationen att det genomsnittliga arbetslöshetsgapet, betingat på en genomsnittlig inflation lika med de genomsnittliga inflationsförväntningarna, inte ligger på noll utan är negativt är ungefär 0,75 procentenheter under noll.

Riksbankens metod för att beräkna LHA 2006 utgår från den genomsnittliga arbetslösheten under perioden 1999–2006, det vill säga ungefär 7 procent, som därefter görs till mittpunkt i det skattade intervallet 6,5–7,5 procent. Som det sammanfattas i Sveriges riksbank (2012, s. 47, min kursivering): "Sett över hela perioden 1999–2006 har den faktiska arbetslösheten varierat mellan 6 och 8 procent med *ett genomsnitt på cirka 7 procent*. Indikatorer på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden ger skäl att tro att arbetslöshetens långsiktiga nivå under denna period varit något högre än 6 procent men något lägre än 8 procent. Detta innebär alltså ett smalare intervall för den långsiktiga arbetslösheten än för den faktiska arbetslösheten. Riksbankens samlade bedömning är att den långsiktiga arbetslösheten under perioden 1999–2006 var mellan 6,5 och 7,5 procent."

Den genomsnittliga arbetslösheten är emellertid bara en väntevärdesriktig skattning av LHA om de genomsnittliga inflationsförväntningarna har sammanfallit med den genomsnittliga inflationen. De indikatorer på resursutnyttjandet som det hänvisas till är dessutom indikatorer som anger hur stram arbetsmarknaden är jämfört med en normal nivå, vilket inte hindrar att den "normala" nivån beror på skillnaden mellan den genomsnittliga inflationen och de genomsnittliga inflationsförväntningarna.

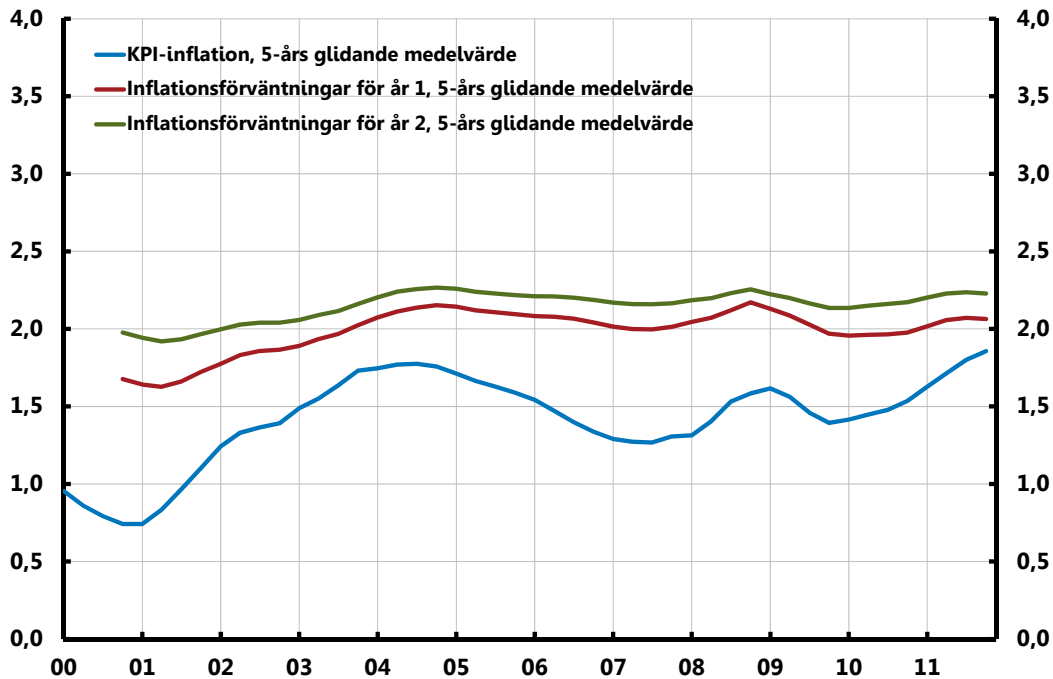
Som dokumenteras i Svensson (2012) har de genomsnittliga inflationsförväntningarna under de senaste 15 åren legat nära 2 procent, men den genomsnittliga KPI-inflationen har legat på 1,4 procent. Den systematiska skillnaden mellan inflationsförväntningarna och KPI-inflationen framgår av diagram 1 (från Svensson 2012), som visar 5-års glidande medelvärden för KPI-inflation och inflationsförväntningar på ett och två års sikt enligt TNS Sifo Prosperas undersökning.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Sveriges riksbank (2012, diagram A5) hänvisar även till flera ekonometrisk modeller som ger olika skattningar av den kort- och långsiktiga jämviktsarbetslösheten. Dessa modeller utgår emellertid implicit eller explicit från rationella förväntningar, vilket betyder att deras skattningar präglas av samma systematiska överskattning som den som diskuteras här.

**Diagram 1. Inflationsförväntningar på 1 och 2 års sikt (alla intervjuade) och KPI-inflation, 5-års glidande medelvärde**

Procent



Källor: SCB och TNS Sifo Prospera. KPI-inflation enligt realtidsdata.

Det första sättet att beräkna den systematiska överskattningen utgår från ett av de mest grundläggande och etablerade sambanden inom monetär makroekonomi och penningpolitiken, den s.k. förväntningsutvidgade Phillipskurvan, som avser förhållandet mellan inflation, inflationsförväntningar, arbetslöshet och LHA. Den *långsiktiga* förväntningsutvidgade Phillipskurvan visar förhållandet mellan dessa variablers *långsiktiga genomsnitt* och kan uttryckas på följande sätt:

$$\pi - \pi^e = -\gamma (u - u^*),$$

där  $\pi$  är den genomsnittliga inflationen,  $\pi^e$  de genomsnittliga inflationsförväntningarna,  $u$  den genomsnittliga arbetslösheten,  $u^*$  den LHA, och  $\gamma$  är en positiv konstant. I Svensson (2012) skattas en långsiktig Phillipskurva för Sverige med hjälp av data över KPI-inflation och arbetslöshet under perioden 1997–2011. Koefficienten  $\gamma$  beräknas till 0,76. Därav följer att

$$u - u^* = -1,32 (\pi - \pi^e),$$

där jag utnyttjat att  $1/\gamma = 1/0,76 = 1,32$ .

Om den genomsnittliga inflationen och de genomsnittliga inflationsförväntningarna sammanfaller, det vill säga om  $\pi = \pi^e$ , sammanfaller även den genomsnittliga arbetslösheten och LHA,  $u = u^*$ . Den observerade genomsnittliga arbetslösheten är då en

väntevärdesriktig skattning av LHA. Detta är den vanliga vertikala långsiktiga Phillipskurvan, där likhet mellan inflationsförväntningar och inflation innebär att den genomsnittliga arbetslösheten inte är avhängig av den genomsnittliga inflationen.

När det gäller Sverige visar enkätdata att de genomsnittliga inflationsförväntningarna har varit förankrade kring inflationsmålet på 2 procent under de senaste 15–16 åren, det vill säga att  $\pi^e = 2$ . Den genomsnittliga KPI-inflationen har emellertid hela tiden legat under 2 procent. Under perioden 1997–2011 låg den genomsnittliga KPI-inflationen på 1,4 procent, det vill säga 0,6 procentenheter under 2 procent. Det faktum att de genomsnittliga inflationsförväntningarna och den genomsnittliga inflationen i Sveriges fall inte sammanfaller innebär att den långsiktiga Phillipskurvan inte längre är vertikal utan lutande – åtminstone vid måttliga avvikelser i den genomsnittliga inflationen från 2 procent. Om detta används i ekvationen ovan blir resultatet:  $u - u^* = 1,32 \cdot 0,6 = 0,8$  procentenheter. Under den kortare perioden 2000–2006 låg den genomsnittliga KPI-inflationen på ungefär 1,5 procent, det vill säga 0,5 procentenheter under 2 procent. Detta ger  $u - u^* = 1,32 \cdot 0,5 = 0,7$  procentenheter. Om man tar genomsnittet av dessa två skattningar blir resultatet en systematisk överskattning på omkring 0,75 procentenheter, det vill säga den korrigerade långsiktigt hållbara arbetslösheten blir omkring 0,75 procentenheter lägre än den genomsnittliga arbetslösheten på 7 procent. Den ligger således på omkring 6,25 procent.

Det andra sättet att beräkna den systematiska överskattningen är att skatta en långsiktig Phillipskurva utifrån arbetslöshetsgapet, gapet mellan arbetslöshetsnivån och Riksbankens tidigare skattning av den "långsiktiga" arbetslöshetsnivån i Sveriges riksbank (2010, diagram R23). Den långsiktiga arbetslöshetsnivån motsvaras av den svarta linjen i diagram 2 (från Svensson 2012), medan arbetslöshetsnivån motsvaras av den gröna linjen. I Svensson (2012) görs en skattning av den långsiktiga Phillipskurvan för KPI-inflationen och detta arbetslöshetsgap för perioden 1998–2011.<sup>9</sup> Den långsiktiga Phillipskurva som är resultatet visas i diagram 3 (från Svensson 2012). De röda cirkarna är kvartalsobservationerna av KPI-inflationen och arbetslöshetsgapet och den svarta linjen visar den skattade långsiktiga Phillipskurvan.

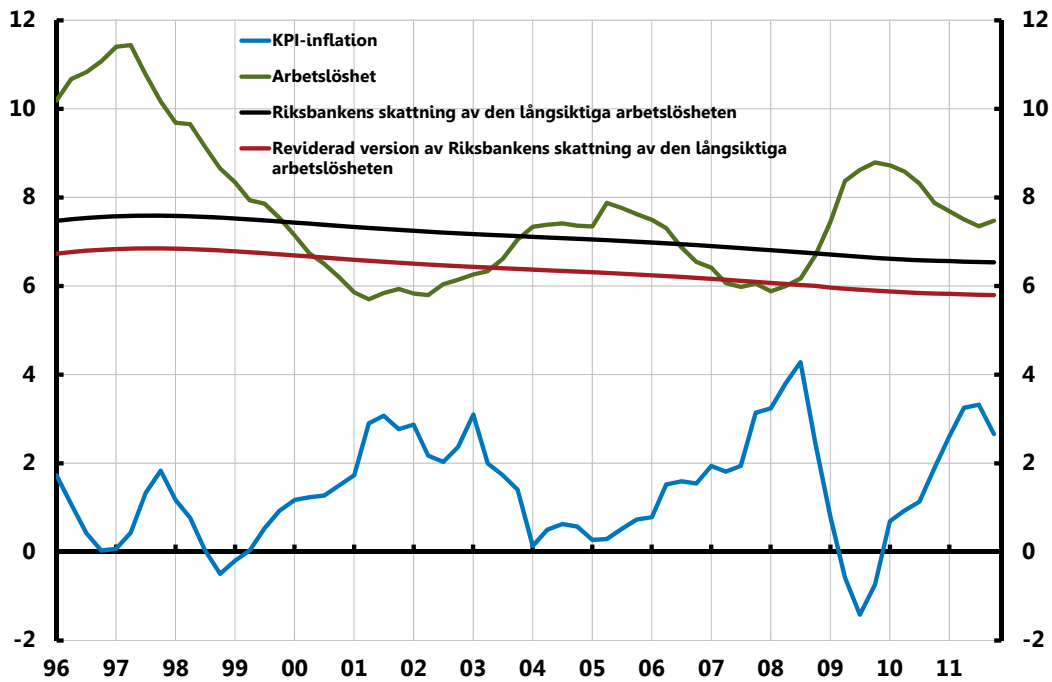
---

<sup>9</sup> Denna långsiktiga Phillipskurva tillåter en trend i arbetslösheten och LHA, vilket förutsätter att det finns en trend i de parametrar som bestämmer LHA.



**Diagram 2. KPI-inflation och Riksbankens ursprungliga och reviderade skattning av den långsiktiga arbetslösheten**

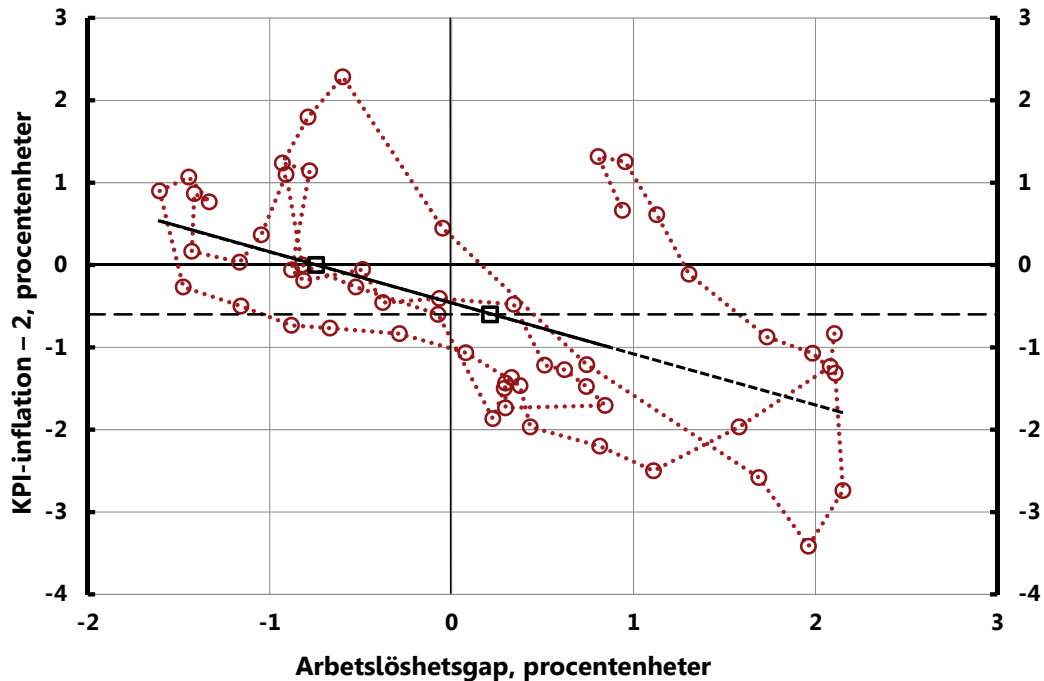
Procent



Källor: Riksbanken, SCB och egna beräkningar. KPI-inflationen enligt realtidsdata.

Det genomsnittliga arbetslöshetsgapet vid en genomsnittlig inflation på 2 procent är -0,74 procentenheter i stället för noll (rutan längst till vänster i diagram 3). Detta tyder på att det finns en systematisk överskattning på omkring 0,75 procentenheter i Riksbankens skattning av den långsiktiga arbetslösheten.

**Diagram 3. Långsiktig Phillipskurva med KPI-inflation och Riksbankens arbetslöshetsgap, 1 kv 1998–4 kv 2011**



Källor: Riksbanken, SCB och egna beräkningar. KPI-inflationen enligt realtidsdata.

Den röda linjen i diagram 2 visar en reviderad version av Riksbankens skattning, där 0,74 procentenheter har dragits ifrån Riksbankens skattning av den långsiktiga arbetslösheten. För 2006 var Riksbankens tidigare skattning av den långsiktiga arbetslösheten enligt diagram 2 omkring 7 procent (enligt den nya (mitt)punktskattningen på 7 procent), vilket innebär att en reviderad skattning av den långsiktiga arbetslösheten 2006 blir omkring 6,25 procent.

Sammanfattningsvis leder båda sätten att beräkna den systematiska överskattningen till samma resultat, det vill säga omkring 0,75 procentenheter. Den korrigerade (mitt)punktskattningen av LHA 2006 är således 6,25 procent, inte 7 procent. Om avdrag görs för de beräknade effekterna av statliga reformer och förändringar i arbetskraftens sammansättning blir den korrigerade (mitt)punktskattningen av LHA därefter 5,5 procent, inte 6,25 procent.

### Referenser

Lars E.O. Svensson (2012), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", working paper, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).

Sveriges Riksbank (2010), "Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med en produktionsfunktion", *Penningpolitisk rapport 2010/3*, s. 56-61, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).



Sveriges Riksbank (2012), "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad",  
*Penningpolitisk rapport 2012/2*, s. 45-51, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).