

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2009-02-10

MÖTESTID:

HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Lars Nyberg
Lars E.O. Svensson
Barbro Wickman-Parak
Svante Öberg

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Ingela Bäckström (§1)
Hans Dillén
Eric Frieberg
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Karolina Holmberg (§1)
Ann-Christine Högberg
Anna Lidberg (§1)
Tomas Lundberg
Pernilla Meyersson
Jonas Niemeyer (§1)
Marianne Nessén
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Hans Dillén skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1, 2 och 3.

Jonas Niemeyer, chef för enheten för finansiell policy och analys på avdelningen för finansiell stabilitet, inledde med att redogöra för vad den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten och de finansiella marknadernas funktionssätt. De så kallade 3-månaders basis spreadarna, som är ett flitigt använt mått på marknadens värdering av kredit- och likviditetsrisker, har runt om i världen fallit tillbaka under senare tid men är

fortfarande kvar på en relativt hög nivå. Det är fortfarande svårt för företagen att finansiera sig på kapitalmarknaden.

I Sverige sker finansieringen främst med lån på korta löptider men efterfrågan på lån med längre löptid är stor. Utländska banker har enligt uppgift blivit mindre benägna att låna till företag utanför sina hemländer. Svenska företag söker sig därför till svenska banker, något som kan tränga undan lånemöjligheterna för mindre företag. Denna utveckling skulle kunna förklara varför de icke-finansiella företagens upplåning från kreditinstitut i Sverige är relativt hög samtidigt som många företag upplever det som allt svårare att få lån. Det är också tydligt att banker önskar förbättra sin kapitalstyrka, vilket också kan innebära en stramare kreditgivning.

Det kan samtidigt konstateras att den senaste tidens auktioner från Riksbanken inte har blivit fulltecknade, vilket kan vara ett tecken på att bankerna klarar av sin kortsiktiga finansiering utan Riksbankens hjälp. Det faktum att de korta interbankmarknaderna håller på att normaliseras är också ett tecken på att Riksbankens åtgärder har haft önskad effekt. Det finns anledning att överväga hur Riksbankens åtgärder bör utformas för att få en större del av kreditmarknaderna att fungera bättre.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan direktionens förra möte den 23 januari. Kronan försvagades ett par procent efter det penningpolitiska beslutet i december men har återhämtat sig en del under senare tid. Trenden med styrräntesänkningar i omvärlden fortsätter. Marknadsaktörer förväntar sig att Riksbanken sänker reporäntan med 0,5-1 procentenheter i februari. De längre internationella statspappersräntorna har dock börjat stiga. Detta kan avspegla ett ökat framtida finansieringsbehov av statliga budgetunderskott.

Anders Vredin, chef för avdelningen för penningpolitik, presenterade underlag till direktionens diskussion i form av ett utkast till penningpolitisk rapport. Han konstaterade att förutsättningarna för underlaget i form av en omvärldsbedömning, utvecklingen på de finansiella marknaderna, Riksbankens företagsundersökning och redovisning av ny information om svensk ekonomi hade presenterats av avdelningen för penningpolitik och diskuterats vid ett möte med direktionen den 22 januari. På ett möte den 23 januari redogjordes det för detaljerade prognoser och alternativa scenarier.

Prognosrevideringarna är ungefär lika stora som vid de två senaste mötena. Den prognostiserade tillväxten för omvärlden, i TCW-viktade termer, har skrivits ned med 1,2 procentenheter för år 2009. Oljepriset förväntas ligga lägre. Prognosen för kronan är i genomsnitt ett par procent svagare jämfört med bedömningarna i december. Den dystra omvärldsutvecklingen drabbar svensk ekonomi hårt, vilket syns i stora fall i varuexporten och orderingången. Den industristatistik som publicerades under morgonen bidrar ytterligare till denna mörka bild. Prognosen för BNP-tillväxten år 2009 har därför reviderats ned med 1,1 procentenheter. Nedgången väntas dock inte bli lika djup som under krisen i början av 1990-talet. KPI-inflationen väntas falla ned till -0,5 procent under 2009, men stiger till nivåer över 3 procent mot slutet av prognosperioden. Bakom de stora kasten i KPI-inflationen ligger de stora förändringarna i reporäntan under prognosperioden. Prognosen för KPIF-inflationen ligger mellan 1 och 2 procent under de närmaste två åren. Prognosen för reporäntan innebär att den omedelbart sänks till 1 procent och att det finns en viss sannolikhet att den kan behövas sänkas ytterligare längre fram innan den mot slutet av

2010 börjar stiga i relativt rask takt. Dessa prognoser avser huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Ett antal alternativa scenarier redovisas också i rapporten.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde diskussionen med att konstatera att finansieringsläget på de internationella marknaderna förefaller ha lättat något under de senaste veckorna. Icke-finansiella företag, och även några finansiella, har kunnat emittera obligationer på den europeiska marknaden och den amerikanska marknaden för kort upplåning har också fortsatt att vara öppen, även om volymerna fluktuerat. Men detta är ungefär så långt som de positiva nyheterna sträcker sig. Fortfarande förefaller det finnas betydande oredovisade förluster i flera av världens banksystem och misstroendet mot bankerna från investerarnas sida kvarstår. Den snabba konjunkturedgången adderar dåliga krediter till bankernas balansräkningar och ökar framför allt osäkerheten. Ett antal länder har lanserat nya statliga stödpaket, men inte heller dessa har fått förtroendet att återvända. Snarast har de skapat förväntningar om statliga övertaganden, vilket fått bankernas aktiekurser att rasa ytterligare. Sverige är här ett undantag. Ett antal länder, däribland Spanien, Irland och Grekland, har fått se den ränta till vilken de kan låna på marknaden stiga avsevärt. Det är inte helt onaturligt. När staterna garanterar sina banksystem flyttas risken från bankpapper till statspapper. Men när det rör stater med beskattningsrätt som dessutom är medlemmar i det europeiska valutaområdet är ändå utvecklingen anmärkningsvärd.

På de finansiella marknaderna fortsätter avglobaliseringen. När bankerna tvingas skära i sina balansräkningar är det ofta de utländska låntagarna som drabbas först. Man förlänger lånen till låntagarna i hemlandet, som man känner till väl och som arbetar under samma lagstiftning som banken själv, men man säger upp utländska kunder. På detta sätt ser vi en tydlig avglobalisering av banksystemen samtidigt som många företag fått svårt att finansiera sin verksamhet. När stora företag som normalt lånar på världsmarknaden vänder tillbaks till de nationella bankerna tränger de ut de mindre och medelstora företag som alltid är beroende av hemmabankerna. Den tilltagande fokuseringen på hemmamarknaderna hos bankerna ger tendenser till kreditbrist, credit crunch, i hela Europa. Brist på krediter spär på konjunkturedgången och de nya stödpaketen syftar därför till att få bankerna att låna ut mer. Om detta lyckas är för tidigt att säga.

Den konjunkturedgång vi ser i världen är enastående snabb och den har accelererat sedan det penningpolitiska mötet i december. Då var Riksbankens bedömning att tillväxten i omvärlden skulle bli närmare 2 procent under 2009. Nu har den siffran reviderats till en halv procent. Nedgången drabbar nästan alla länder och alla förhoppningar om att Asien eller Sydamerika skulle bidra med köpkraft när den föll på andra håll får anses grusade. Inte ens utvecklingsländer som i stort stått utanför finanskrisen har undgått effekterna av den fallande världshandeln. I Västeuropa och i USA faller BNP med mellan en och två procent enligt Consensus prognoser. I USA finns det inget som tyder på att fastighetsmarknaden skulle börja återhämta sig, det tecken på att konjunktursvackan är över som alla väntar på. En vändning kommer dock förr eller senare och när en vändning kommer kan den gå snabbt.

Samtidigt faller inflationen kraftigt, delvis som en följd av fallande olje- och råvarupriser. Av den inflation och de inflationsförväntningar som oroade oss så mycket för bara ett halvår sedan är det inte mycket kvar.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i den penningpolitiska rapportens beskrivning av den internationella utvecklingen och förklarade att han endast hade två kommentarer.

För det första menade han att det med all önskvärd tydlighet framgår av rapporten vilka dramatiska förändringar som har inträffat sedan september ifjol. De internationella utsikterna har försämrats kraftigt och krisen har spritt sig till både Europa och tillväxtländerna. Öberg konstaterade att Riksbanken så sent som i september räknade med att BNP-tillväxten i USA skulle bli 1,6 procent i år och att BNP-tillväxten i världen skulle bli 3,8 procent. Nu har prognoserna för USA reviderats ned till minus 2 procent och för världen till nära noll. Tillväxten förutses bli måttlig även 2010. Det gör att förutsättningarna för penningpolitiken är väsentligt annorlunda nu än i höstas.

För det andra är det Öbergs bedömning att riskerna fortfarande är större på nedsidan, trots att den internationella utvecklingen har reviderats ned så mycket. Den redovisade prognosen är rimlig som ett huvudscenario. Prognosen utgår ifrån att den finansiella krisen mildras under 2009 och att tillväxten i såväl USA och Europa som världsekonomin kommer igång igen 2010. Det som talar för huvudscenariot är främst den kraft med vilken centralbanker och regeringar har agerat under krisen. Det har gjort att man har kunnat undvika en hårdsmälta i det finansiella systemet.

Det som talar för en sämre utveckling är främst att finanskrisen är så kraftig och global. De traditionella prognosmetoderna räcker inte så långt i en så omfattande finansiell kris. De bygger på en kombination av partiella modeller och bedömningar och har en viss prognosförmåga på upp till ett år, men osäkerheten är betydande även på ett års sikt. Det visar inte minst revideringarna av prognoserna för i år. De mer omfattande ekonometriska modellerna har ofta inte någon utvecklad finansiell sektor och kan därför inte fånga mekanismerna i en finansiell kris.

Därför får man ta fasta på erfarenheter av tidigare finansiella kriser. De visar att omfattande finansiella kriser brukar åtföljas av en utdragen period med låg tillväxt och fallande sysselsättning, fallande tillgångspriser och kraftigt försämrade offentliga finanser. Att det är en global nedgång i världsekonomin gör det svårt för enskilda länder att få till stånd en exportledd återhämtning. Den stigande arbetslösheten och de försämrade offentliga finanserna verkar återhållande på privat och offentlig konsumtion. Behoven i det finansiella systemet av att dra ned sina balansräkningar verkar återhållande på bankernas utlåning och företagets investeringar. Det talar för att risken är stor att konjunkturnedgången blir mer långvarig än i huvudscenariot och att även 2010 blir ett år med svag tillväxt i världsekonomin.

Riksbankschef **Stefan Ingves** konstaterade att det i den penningpolitiska rapporten och på annat håll sker stora nedrevideringar av den internationella konjunkturbilden som rör både djupet och längden men även spridningen av konjunkturnedgången. Tidigare förhoppningar om att delar av världsekonomin skulle kunna utvecklas relativt väl, så kallad decoupling, har kommit på skam och konjunkturnedgången är nu ett faktum för hela världsekonomin. Eftersom alla runtom i världen nu talar om fall i exporten innebär detta ett totalt fall i efterfrågan i omvärlden. Slutsatsen blir att den svenska konjunkturen får liten eller ingen draghjälp från omvärlden och att inflationstrycket raderas ut.

För högt risktagande och nya komplexa finansiella instrument skapade ett kaos i den finansiella sektorn, särskilt i länder där den är stor och utvecklad. En del länder, till exempel Sverige, har dock kommit relativt lindrigt undan. Nu går vi in i en omfattande internationell lågkonjunktur där kreditykeln påverkas påtagligt och vi kan därmed förvänta oss även mer traditionella kreditproblem i en redan försvagad finansiell sektor. Ingves delade Lars Nybergs bedömning att vi nu går från en global likviditetshantering till en mer inhemsk. Detta kan ses som ett införande av handelshinder för kapitalflöden och innebär därmed ett oförutsett sätt att så att säga backa globaliseringen. En större del av det finansiella systemets upplåning måste nu skötas på den inhemska marknaden, vilket innebär en ytterligare belastning givet den rådande konjunkturbilden.

En konsekvens av allt detta är att pengars omloppshastighet faller och att det krävs stora ökningar av centralbanksreserver för att underlätta likviditetshanteringen och för att undvika fallande lånestockar. Låga nominella räntor bidrar till låga reala räntor, vilket också är viktigt för att hålla efterfrågan uppe i rådande konjunkturläge.

Fortsatt likviditetsstöd är rimligt men det är bara en första åtgärd. Nya åtgärder krävs för att bemöta bankproblem av det slag som Sverige upplevde på 90-talet. Problemen ser dock olika ut i olika länder. Viljan och förmågan att lösa problemen kan också variera. Man kan därför inte vänta sig att alla länder löser sina bankproblem simultant eller på samma sätt. Bankproblem och budgetunderskott leder till statsfinansiella svårigheter, som i sin tur kan få mycket olika konsekvenser länder emellan. Ju större statsskuld och ju större misstro mot den ekonomiska politiken, desto större problem med finansiering och därtill hörande makroekonomiska svårigheter.

För Sverige är utvecklingen i Baltikum en osäkerhetsfaktor. I konjunktürhänseende har Baltikum en liten effekt på svensk ekonomi men det finns en indirekt effekt som består i att den svenska finanssektorns exponering i Baltikum leder till ökade risker och kapitalkrav, vilket i sin tur får återverkningar på bankernas förmåga att agera i Sverige.

Sammantaget ser vi att fallande global efterfrågan och olika finansieringsproblem i utlandet leder till fallande export, ökade krav på inhemsk finansiering och ökade krav på bankernas kapitaltäckning.

Det här påverkar den svenska ekonomin. Aggregerad efterfrågan faller dramatiskt och inflationen kommer att ligga under målet. Det finns flera likheter med 90-talskrisen men även viktiga skillnader. Problemen kommer denna gång från omvärlden. Sverige har haft ett varaktigt bytesbalansöverskott, statsskuden är låg och statsfinanserna är goda samtidigt som räntan har fallit snabbt. En rad åtgärder har också vidtagits för att vidmakthålla den finansiella sektorns funktion. Vi är på intet sätt opåverkade av vad som sker i omvärlden men jämfört med många andra har vi ett ganska gott utgångsläge. Samtidigt framgår det i den penningpolitiska rapporten att man inte kan vänta sig att det ska vara möjligt i en öppen ekonomi som den svenska att med ökad inhemsk efterfrågan fullt ut kompensera för det efterfrågebortfall som kommer från vår omvärld.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** noterade i likhet med Nyberg och Ingves att försämringen i världsekonomin skett exceptionellt snabbt och att det blivit nödvändigt att revidera ned de internationella tillväxtprognoserna vartefter. BNP hos våra största handelspartners beräknas falla med nästan två procent i år, vilket innebär en sammanlagd nedrevidering på drygt tre procentenheter under de tre prognosomgångarna sedan

september. När nu även ekonomierna i de nya tillväxtländerna tydligt bromsar in beräknas världstillväxten i år stanna på ungefär en halv procent mot cirka 3,5 procent förra året. Inget hörn av världen förefaller vara immunt mot den globala krisen. Internationella valutafonden, IMF, kom nyligen med en ny prognos som för övrigt i stora drag överensstämmer med vår egen. IMF har gjort beräkningar som visar att det ackumulerade produktionsbortfallet i förhållande till den potentiella tillväxten i år och nästa år mäter sig med nedgångsperioderna i mitten på 1970-talet och i början av 1980-talet.

De utfallsiffror som kommit sedan december har varit sämre än väntat och visar på djupet i den pågående nedgången. Till exempel visar siffror till och med november och i vissa fall till och med december att industriproduktionen i länder som USA, Tyskland, Storbritannien och Japan föll med 10 procent eller mer på årsbasis. Att orderingång och export samtidigt dyker i de flesta länder talar för att produktionsfallet fortsätter. Att 2009 blir ett år med negativ tillväxt hos våra viktigaste handelspartners står klart. Frågan är bara om fallet i tillväxten till och med kan bli större än vad som förutses i prognosen i den penningpolitiska rapporten där den internationella konjunkturen bottenar i år och tillväxten långsamt rör sig uppåt nästa år. För våra största handelspartners beräknas det bli en mycket blodfattig konjunkturuppgång där tillväxten år 2010 stannar vid cirka en halv procent. En grundläggande förutsättning för en återhämtning i konjunkturen är att krisen i det finansiella systemet ebbat ut och inte förvärras. Men även om det värsta skedet är över innebär den kraftiga avmattningen att bankernas kreditförluster ökar när företags och hushålls återbetalningsförmåga försämras.

Tillväxtprognosen för 2010 och framåt är genuint osäker och beror i stor utsträckning på om ekonomin i USA börjar vända på det sätt som förutses. Wickman-Parak ville dock betona att den penningpolitiska rapportens huvudscenario långt ifrån är någon glädjekalkyl. Prognosens sex kvartal av fallande tillväxt utgör en längre period än under tidigare recessioner sedan andra världskriget. Som illustreras i den penningpolitiska rapporten beräknas därtill den efterföljande uppgången bli väsentligt mer blygsam och långsam i jämförelse med efterspelen till tidigare recessionsperioder efter kriget.

Två områden är enligt Wickman-Parak viktiga att ha ögonen på för att fånga in tecken på om den förväntade vändningen i USA verkligen kommer att inträffa. Det ena är krisens vagga, bostadsmarknaden. Bostadspriserna faller med tvåsiffriga tal och det finns inga tecken på en vändning. Eftersom utbudet av nya bostäder fallit så kraftigt, räntorna är så låga och tillgången på krediter så småningom borde normaliseras, bör vi dock kunna se en stabilisering efterhand. Av detta syns ännu ingenting eller i bästa fall mycket litet.

Det andra centrala området är arbetsmarknaden. Sysselsättningen i USA började minska i början av förra året och till och med januari i år har den minskat med cirka två och en halv procent vilket betyder att ungefär 3,5 miljoner jobb försvunnit. Det är en mycket snabb anpassning av arbetsstyrkan; under nedgångsperioden strax efter millennieskiftet minskade sysselsättningen med två procent men det var en utdragen process på omkring två och ett halvt år. Inte heller på denna punkt är någon snabb vändning att vänta och det bidrar till att fallet i den privata konsumtionen som vi såg under andra halvåret 2008 lär fortsätta och prognosen innebär en minskande konsumtion under helåret 2009.

Med denna mörka bild är det kanske lätt att tycka att vår huvudprognos trots allt inte är tillräckligt pessimistisk. I ett alternativscenario tecknas en sämre utveckling som bottenar i att finanskrisen får mer långvariga och djupgående effekter. Wickman-Parak framhåller

riktigheten i Öbergs påpekande att erfarenheten visar att nedgångar som har sin rot i finansiella kriser kan bli långdragna. Hon förklarade vidare att hon ändå ställer sig bakom prognosen i den penningpolitiska rapportens huvudscenari och att hon inte vill göra någon rangordning mellan de olika alternativa scenarierna. Däremot ville hon uppmärksamma att även det alternativscenario som innebär att återhämtningen går snabbare trots allt finns. Det finansiella systemet går igenom en massiv förtroendekris som snabbt har satt djupa spår i den reala ekonomin och erfarenheten visar att en uppgång kan komma snabbt när förtroendet väl återkommer. Det är lätt att glömma bort det när alla siffror pekar rakt ned. Det är alltid svårt att förutse vändpunkter i ekonomin och det är lätt att underskatta styrkan i såväl upp- som nedgångar. Det är inte lättare nu när vi har en finansiell kris vars effekter och varaktighet är svåra att bedöma. Samtidigt är det inte heller lätt att bedöma effekterna av den moteld som satts in i form av stimulanspaket och sänkta räntor. Det finns alltså en möjlighet att återhämtningen går snabbare än i den penningpolitiska rapportens huvudscenari.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förklarade att han håller med om den internationella analys som just diskuterats och som presenteras i den penningpolitiska rapporten. Prognoserna för realekonomi och inflation i hela världen har reviderats ned avsevärt sedan det senaste penningpolitiska mötet i december. Det kommer att påverka Sverige och får konsekvenser för det penningpolitiska beslutet.

Stefan Ingves konstaterade att direktionens ledamöter delar den syn på utvecklingen i omvärlden som uttrycks i utkast till penningpolitisk rapport.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde diskussionen med att påminna om att prognoserna reviderats ned för omvärlden och konstaterade att prognoserna för realekonomi och inflation i Sverige också har reviderats ned avsevärt. Som vanligt gäller det att bestämma vilken ny reporäntebana som är lämplig och gör att prognoserna för inflation och realekonomi ser så bra ut som möjligt i förhållande till inflationsmålet och normalt resursutnyttjande. Ett sätt att motivera den nya reporäntebanan är att fråga sig hur prognoserna ser ut för inflationen och realekonomin med oförändrad reporäntebana, det vill säga den gamla reporäntebanan från i december, men med de revideringar av prognosen i övrigt som ny information efter december motiverar. Sedan kan man jämföra med den prognos för inflation och realekonomi som man får med den nya reporäntebanan och avgöra om prognoserna ser bättre ut, det vill säga om penningpolitiken är bättre avvägd, med den nya räntebanan.

I den här penningpolitiska rapporten kan man se detta i det högräntescenari som finns i kapitel två. Räntebanan för det som kallas högräntescenariot är ungefär den reporäntebana som fastställdes i december. Denna reporäntebana är den blå kurvan i diagram 36 på sidan 23. Den röda kurvan är den nya badkarsformade räntebanan. I diagram 38 på sidan 24 ser man prognosen för KPI-inflationen för de två räntebanorna. I diagram 39 och 40 ser man prognosen för resursutnyttjandet, representerad av produktionsgapet i diagram 39 och arbetsmarknadsgapet i diagram 40.

Med den gamla räntebanan ser man att KPI-inflationen blir låg i förhållande till inflationsmålet under hela prognosperioden, och resursutnyttjandet blir också lågt under hela prognosperioden. Med den nya reporäntebanan ser man att KPI-inflationen till att börja med är låg men sedan växer och slutar över inflationsmålet. Resursutnyttjandet med den nya reporäntebanan är fortfarande lågt men betydligt högre än med den gamla reporäntebanan. Med den nya räntebanan blir KPI-inflationens avvikelser från inflationsmålet under hela prognosperioden mindre än för den gamla räntebanan. Resursutnyttjandets avvikelse från normalt blir också mindre med den nya räntebanan. Det är alltså klart att den nya reporäntebanan bättre stabiliserar inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt normalt. Den nya reporäntebanan är klart att föredra framför den gamla.

Även om den nya reporäntebanan är bättre, är det inte helt klart att den nya reporäntebanan är optimal, i meningen bästa möjliga stabilisering av både inflation och resursutnyttjande. Resursutnyttjandet är fortfarande ganska lågt under hela prognosperioden. Inflationen går över målet mot slutet av prognosperioden. Svensson påpekade att det är frågan om att väga kostnaden av att skjuta över inflationsmålet mot slutet av prognosperioden mot kostnaden av ett lågt resursutnyttjande. Man skulle kanske behöva se prognoser för en längre period för att bättre bedöma detta, men samtidigt kan man fråga sig vad prognoser på längre horisont är värda, särskilt i detta ovanliga och svårbedömbara läge.

Om man ser på diagram 35, sidan 21, som visar prognosen för KPIF, det vill säga KPI-inflationen med fast ränta, ser man att med den nya reporäntebanan skjuter KPIF-inflationen inte över målet utan närmar sig istället två procent underifrån i slutet av prognosperioden. Att KPI-inflationen skjuter över inflationsmålet beror således på att räntan ökar snabbt under den senare delen av prognosperioden och är en oundviklig följd av detta. Mot den bakgrunden kan man vänta sig att KPI-inflationen faller tillbaka mot inflationsmålet bortom den nuvarande prognoshorisonten när reporäntan stabiliserat sig.

Eftersom KPI-inflationen kommer att fluktuera runt KPIF-inflationen när reporäntan varierar och KPIF-inflationen inte överstiger inflationsmålet medan resursutnyttjandet fortfarande är lågt kan man ändå fråga sig om en optimal reporäntebana skulle ligga ännu lägre än den nuvarande. Dock, i termer av realränta är den nya reporäntebanan ordentligt expansiv. I diagram 33 på sidan 20 ser vi den reala reporäntan mätt som en real fyra-kvartals-reporänta, det vill säga genomsnittet av reporäntan under de närmaste fyra kvartalen minus inflationsprognosen för de närmaste fyra kvartalen. Detta är ett bättre och mer rättvisande mått på realräntan än det som använts i tidigare penningpolitiska rapporter. Vi ser att realräntan mätt på detta sätt går ned ända till minus två procent innan den vänder upp, och den är fortfarande negativ under hela prognosperioden. Den nya realräntebanan ligger också långt under den gamla realräntebanan från december.

Sammantaget menade Svensson att den nya reporäntebanan motsvarar en ordentligt expansiv politik som även kan sägas vara väl avvägd. Han förklarade att han ställer sig bakom både en omedelbar sänkning av reporäntan med 100 punkter och den nya reporäntebanan, liksom prognoserna i huvudscenariot i övrigt och analysen i den penningpolitiska rapporten.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** förklarade att han också instämmer i bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen i den penningpolitiska rapporten och stöder förslaget att sänka reporäntan med 1 procentenhet. Inflationen är i nuvarande läge inte en restriktion på möjligheterna till en räntesänkning. Samtidigt är den reala utvecklingen så svag att den motiverar en ännu mer expansiv penningpolitik.

Öberg hävdade vidare att han också finner det rimligt med en räntebana som indikerar en intention att ligga kvar med en låg ränta under en längre period och att räntan möjligen kan behöva sänkas mer om den ekonomiska utvecklingen blir sämre än nuvarande prognos. Men det är också viktigt att vara medveten om att räntorna inte kommer att vara så här låga på längre sikt. Det markeras av att räntebanan böjer av uppåt under den senare delen av prognosperioden.

Öberg förklarade att han främst ville ta upp tre frågor. De handlar om skillnaden mellan olika inflationsmått, inflationsförväntningarna och andra penningpolitiska medel än räntan. Beträffande skillnaden mellan olika inflationsmått pekade han på att målet för penningpolitiken är uttryckt som att inflationen mätt med KPI ska vara 2 procent. Samtidigt förväntas det räntebeslut och den räntebana som ligger till grund för den nuvarande prognosen ge en inflation mätt med KPI som inte är nära 2 procent mot slutet av prognosperioden, utan istället drygt 3 procent. Det kan ju tyckas vara ett brott mot den av Riksbanken formulerade penningpolitiska strategin som går ut på att penningpolitiken normalt inriktas på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Men situationen är inte normal för närvarande.

I nuvarande situation menade Öberg att det är mer rimligt att sikta mot att inflationen mätt med KPIF, där ränteförändringar är bortrensade, ska ligga nära 2 procent mot slutet av prognosperioden, vilket den gör enligt nuvarande prognos. Inflationen mätt med KPI varierar kraftigt över tiden bland annat till följd av själva styrräntebesluten. Det kraftiga fallet i inflationen i år beror främst på reporäntesänkningar och fallande energipriser. Inflationen mätt med KPIF är mer stabil och ger en bättre bild av den underliggande trendmässiga inflationen. Skillnaden mellan KPI och KPIF är denna gång ovanligt stor under prognosperioden.

Beträffande inflationsförväntningarna poängterade Öberg att penningpolitik inte bara handlar om att bestämma reporäntan utan också om att påverka förväntningarna om framtiden. Frågan om inflationsförväntningarnas betydelse har fått ökad aktualitet i och med att diskussionen om deflation har tagit fart. I USA där styrräntan är nära noll har förslag återigen framförts, bland annat av Mishkin som deltog i utvärderingen av den svenska penningpolitiken, om att Federal Reserve borde införa ett kvantifierat inflationsmål som i Sverige för att bidra till en stabilisering av inflationsförväntningarna vid det implicita mål som Federal Reserve ändå anses ha. Det skulle kunna bidra till att förväntningar om deflation inte får fäste.

För penningpolitiken är det viktigt att inflationsförväntningarna på längre sikt är väl förankrade vid inflationsmålet. Tidigare när inflationen var högre än två procent var det viktigt att de inte gled upp för mycket ovanför två procent. Nu när inflationen är lägre än två procent och prognoserna pekar mot att inflationen mätt med KPI blir negativ senare i år är det viktigt att de inte glider ned för mycket under två procent och i synnerhet att det inte uppstår förväntningar om deflation.

Öberg menade vidare att man visserligen inte bör fästa för stor vikt vid mätningar av inflationsförväntningar, eftersom de har sina begränsningar, men att de ändå är intressanta som ytterligare en pusselbit i underlaget för penningpolitiken. Han hävdade att det är möjligt att dra fyra slutsatser av Prosperas senaste mätningar.

För det första har inflationsförväntningarna på fem års sikt minskat från 2,6 procent i oktober till 2,3 procent i januari, vilket är bra eftersom de låg väl högt i oktober.

För det andra har inflationsförväntningarna på längre sikt inte drivits upp av att reporäntan sänkts snabbt och kraftigt, utan de har istället minskat.

För det tredje finns det inga utbredda förväntningar om deflation på längre sikt. Inflationsförväntningarna på fem års sikt ligger nära 2 procent. Normala samband mellan faktisk inflation och inflationsförväntningar på fem års sikt tyder också på att de kommer att ligga kvar nära 2 procent även om KPI minskar under 2009 i enlighet med prognosen.

För det fjärde har inflationsförväntningarna på två års sikt minskat från 2,8 procent i oktober till 1,5 procent i januari, vilket är lite mer bekymmersamt eftersom det är en kraftigare minskning än vad normala samband mellan faktisk inflation och inflationsförväntningar på två års sikt indikerar. Att de ligger väl långt under 2 procent talar också för att räntan bör vara låg en längre period.

Inflationsförväntningarna på ett års sikt är inte så intressanta i detta perspektiv eftersom de inte säger så mycket om trovärdigheten i penningpolitiken.

Vad penningpolitik med andra medel än reporäntan beträffar, började Öberg med att notera att Riksbanken normalt bedriver penningpolitik genom att påverka den allra kortaste räntan. När reporäntan sänks blir det billigare att låna till konsumtion och investeringar, hushållens disponibla inkomster ökar och kronan försvagas, vilket stöder exporten och dämpar importen.

Men under hösten har transmissionsmekanismen inte fungerat på detta normala sätt. De räntor som normalt ligger nära reporäntan har tidvis avvikit kraftigt från reporäntan och på delar av finansmarknaden har räntorna legat på mycket höga nivåer.

De åtgärder som Riksbanken har vidtagit under hösten, exempelvis den ökade utlåningen i kronor och dollar till bankerna, har syftat till att bevara den finansiella stabiliteten. Men de har också påverkat andra räntor än den ränta bankerna kan låna till i Riksbanken, exempelvis interbankräntan och bolåneräntan.

Med hänsyn till risken att den nuvarande konjunkturnedgången blir både djup och långvarig samtidigt som inflationstrycket är lågt menade Öberg att Riksbanken bör fortsätta att vidta denna typ av okonventionella åtgärder. Vid den inledande föredragningen nämndes sådana möjligheter som är lämpliga att arbeta vidare med.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** lyfte fram att den svenska finansiella sektorn är långt ifrån så illa drabbad som den i USA eller i övriga Europa. De finansieringssvårigheter som uppträdde efter den oordnade avvecklingen av Lehman Brothers hade inte att göra med att de svenska bankerna investerat i dåliga tillgångar, utan orsakades av att de internationella marknaderna för bankupplåning sinade. Riksbankens och regeringens åtgärder under hösten och vintern har varit ämnade att lösa detta. Sedan december har emellertid finansieringsförhållandena

lättat en aning. Räntespreadarna på marknaden är i stort sett tillbaka på de nivåer som rådde före Lehmans Brothers konkursansökan. Under den senaste tiden har också tre av bankerna lyckats skaffa nytt eget kapital från marknaden utan någon form av statligt stöd, den fjärde skulle kunna om man bedömde det nödvändigt. Det är ett styrkebevis för de svenska bankerna eftersom ett sådant anskaffande av riskkapital varit svårt eller omöjligt för banker i många andra länder. Under hela krisen har de svenska bankerna dessutom fortsatt att låna till varandra på den korta interbankmarknaden. I euroområdet och i England har interbankmarknaden i praktiken kommit att övertas av centralbanken.

Även om de svenska bankerna klarat sig långt bättre än många utländska konkurrenter är de fortsatt beroende av att kunna låna på de internationella kapitalmarknaderna. Det är nödvändigt inte minst för att kunna finansiera det svenska beståndet av bostäder. Här utgör som Ingves påpekat situationen i Baltikum ett orosmoment.

I en lågkonjunktur brukar efterfrågan på krediter minska samtidigt som riskerna ökar och bankerna ökar då naturligen sina säkerhetskrav. Det behöver inte betyda kreditbrist då en sådan bara uppträder om låntagare med fullgoda säkerheter blir avvisade från bankerna för att dessa inte har tillräckligt med kapital att låna ut. I en konjunkturedgång nekas företag kredit för att deras affärsidéer eller deras säkerheter bedöms vara för osäkra. Somliga företag avstår också från att låna därför att de anser att räntan som banken begär är för hög. Inget av detta är tecken på kreditbrist, även om det ibland kan framställas så.

I Sverige har bankutlåningen ännu inte minskat som man kunde ha väntat i denna konjunkturfas. Tvärtom har den fortsatt att växa. Ändå förekommer det många historier om företag som blivit nekade krediter. I viss utsträckning har säkert den nya trenden med avglobalisering av bankverksamhet drabbat även oss. När GE bank stängde i Sverige fick till exempel alla deras kunder söka nya bankförbindelser. Det är inte enkelt i dagens finansiella läge.

Den svenska konjunkturbilden ser för närvarande lika mörk ut som den internationella. Jämfört med många andra länder har dock de stabila statsfinanserna gett oss ett gott utgångsläge. Rapportens prognos för tillväxten i BNP för detta år har justerats ned från -0,5 procent i december till -1,6 procent i dagens rapport. Exporten faller kraftigt till följd av den fallande efterfrågan. Många exportföretag, som i början av förra sommaren fortfarande hade god tillströmning i orderböckerna, har under hösten inte bara sett en minskning som under en normal konjunkturedgång, utan mer eller mindre ett totalt stopp. Dagens siffror över industrins orderingång understryker detta. Hushållen har fortfarande en god ekonomi, men efterfrågan från hushållen kan aldrig kompensera för fallet i exportefterfrågan. Dessutom faller hushållens köpkraft när arbetslösheten gradvis ökar.

I december sänktes reporäntan med 1,75 procentenheter, en unikt stor sänkning motiverad av en unikt snabb konjunkturedgång. Sedan dess har nedgången fortsatt än snabbare än förväntat, vilket föranleder ytterligare stora nedjusteringar av tillväxtprognoserna. Det är uppenbart att reporäntan behöver sänkas ännu mera. Med den stora osäkerhet som råder är det motiverat med en kraftig sänkning om 1 procentenhet ned till 1 procent. Inflationen är i dagsläget inte någon restriktion när man bortser från de direkta räntekostnadseffekter förändringarna i reporäntan i sig har på inflationen.

Den fortsatta räntebanan är det i dagsläget ovanligt svårt att ha en bestämd uppfattning om och en räntebana som ligger kvar runt en procent under det kommande året förefaller inte

orimlig. Om konjunkturbotten blir mer utdragen eller om ekonomin vänder uppåt snabbare är för tidigt att säga. Mycket hänger samman med förtroende och stämningssläge på de finansiella marknaderna, och här kan förändringar ske snabbt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** gjorde bedömningen att konjunkturläget idag är mycket oroande men att utgångsläget ändå är bättre än under krisåren i början av 1990-talet. Ingves ställer sig bakom analysen i utkastet till penningpolitisk rapport och förslaget om reporäntebana men kan också tänka sig en något lägre räntebana den närmaste tiden om det finns ett allmänt stöd i direktionen för en sådan nedjustering. Vid den nuvarande räntenivån spelar å andra sidan också andra åtgärder en allt större roll för att penningpolitiken och den finansiella sektorn skall fungera.

Så här långt är det bra att inflationsförväntningarna på litet längre sikt fortsättningsvis ligger nära inflationsmålet. Under rådande omständigheter är den reala reporäntan kanske extra viktig. Med en redan låg nominell ränta innebär detta att penningpolitiken på det ena eller andra sättet bör se till att inflationsförväntningarna hålls kring inflationsmålet om 2 procent. Det kommer dock att krävas ytterligare åtgärder för att stärka den finansiella sektorns funktionssätt. De åtgärderna, till exempel ökad utlåning till bankerna i en eller annan form, finns det anledning att återkomma till ganska snart. Vidare kräver sannolikt dynamiken i konjunkturförloppet och de finansiella marknadernas ändrade funktionssätt att olika åtgärder kommer att behöva vidtas under resans gång, bland annat eftersom det inte är fullt möjligt att bedöma de olika åtgärdernas effekt.

Under normala omständigheter utformas penningpolitiken under antagandet om en ganska konstant transmissionsmekanism. Nu gäller inte det. Det är därför viktigt också av det skälet att den normala penningpolitiken stöds av andra åtgärder. Den penningpolitiska rapportens fördjupningsruta om penningpolitik vid nollränta ger en bra bild av vilka alternativa verktyg som finns till hands. I det här sammanhanget är statliga åtgärder för att stärka bankernas kapitalbas också viktiga komplement till Riksbankens åtgärder.

Så här långt i konjunkturcykeln råder det inga målkonflikter. En räntesänkning stöder både inflationsmålet och den allmänna ekonomiska utvecklingen. En risk som man dock inte helt kan bortse ifrån är produktivitetsutvecklingen. En fortsatt låg produktivitetsutveckling skulle kunna leda till ett ökat kostnadstryck trots lågkonjunkturen. Då uppstår en målkonflikt mellan inflationsmål och ekonomisk aktivitet. Det scenario med låg produktivitetsutveckling och svagare kronkurs som beskrivs i den penningpolitiska rapportens andra kapitel är inte särskilt sannolikt men beskriver ändå risker som vaksamt måste följas.

Sammanfattningsvis kan Sverige inte undvika en global konjunkturedgång men effekterna kan mildras av både finans- och penningpolitiken. Under rådande omständigheter stöder en sänkt ränta både att vi når inflationsmålet på sikt och att efterfrågan hålls uppe. Skulle utvecklingen bli ännu sämre än vad vi nu förutser bör vi vara beredda att vidta ytterligare åtgärder utöver den traditionella penningpolitiken. Skulle så ske behöver åtgärderna också relateras till vad som sker i staten i övrigt för att stödja det finansiella systemet. Exempelvis är statliga garantier och kapitaltillskott komplement till ökad utlåning från Riksbanken.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påpekade att varuexporten föll med mer än 10 procent i volym under årets sista kvartal och att exportorderingången föll än mer. Dessa utfall utgör mycket konkreta exempel på hur den allt mer försvagade internationella konjunkturen drabbar Sverige och prognosen för exporten har reviderats ned kraftigt sedan i

december. En långsam förstärkning av exporten väntas nästa år, men den är i sin tur avhängig av att den internationella konjunkturen återhämtar sig som beräknat.

I Sverige föll industriproduktionen med tvåsiffriga tal i slutet av året och kapacitetsutnyttjandet har rasat kraftigt. Andelen företag inom tjänstesektorn med fullt utnyttjande av företagets resurser har också fallit tillbaka. I ett sådant läge är det naturligt att investeringsplanerna skruvas ned och prognoserna för investeringarna har därför reviderats ned jämfört med i december. I en sådan miljö vore det inte konstigt om kreditefterfrågan avtar, vilket Nyberg har tagit upp. Det talas mycket om att bankerna inte lånar ut tillräckligt men det är i praktiken vara svårt att urskilja vad som beror på en vikande efterfrågan på krediter och vad som är begränsningar i utbudet.

Wickman-Parak tog sedan upp några frågor om hushållen. Deras förväntningar ligger fortfarande på en låg nivå även om de hämtat sig något de senaste månaderna. Det är framförallt synen på den egna ekonomin, både vad gäller nuläget och framtidsförväntningarna, som bidragit till förbättringen. Alla som har arbete har förvisso anledning att vara optimistiska. De reala disponibla inkomsterna beräknas öka med goda tre procent i år. Hushållens inställning till att köpa kapitalvaror har blivit klart mer positiv de senaste månaderna. Kanske är det en indikation på att räntesänkningarna börjat bita. Det kommer också vissa signaler om att bostadsmarknaden kan vara på väg att kvickna till, vilket också i hög grad borde bero på sänkta räntor.

Hushållens syn på arbetsmarknaden är dock lika dyster som tidigare och 85 procent av hushållen tror att arbetslösheten kommer att öka det närmaste året. På den punkten ser hushållen samma sak som den penningpolitiska rapportens prognos ger uttryck för. Sysselsättningen har börjat falla och alla indikatorer pekar på en snabb försämring. Prognosen för sysselsättningen har reviderats ned både för i år och nästa år och arbetslösheten beräknas toppa på 9 procent hösten 2010. Inte förrän 2011 väntas sysselsättningen börja röra sig uppåt. Detta är ett av de mer bekymmersamma inslagen i den makroekonomiska prognos som presenteras i den penningpolitiska rapporten. Med dessa mörka framtidsutsikter är det naturligt att hushållen är försiktiga och sparar mer. Även den prognostiserade minskningen i privat konsumtion på cirka 0,5 procent i år förefaller rimlig. Den nedrevidering som nu för tredje gången i rad genomförs för svensk tillväxt i år och nästa år är befogad.

Mot bakgrund av de dystra konjunkturutsikterna behövs det en ordentlig sänkning av reporäntan. Resursutnyttjandet faller i snabb takt och därmed också inflationstrycket. Det finns ingenting som hindrar att penningpolitiken kraftfullt används för att mildra produktionsfallet och undvika en än värre utveckling på arbetsmarknaden. Det finns ingenting att förlora. Tvärtom behövs räntesänkningen för att inflationsmålet ska nås på sikt. Det finns, som Ingves har påpekat, inga målkonflikter i politiken för närvarande.

Wickman-Parak ställde sig bakom förslaget att sänka räntan med en procentenhet och den prognos som räntebanan utvisar. Det finns en viss sannolikhet för att reporäntan kan behöva sänkas ytterligare. När konjunkturen sedan återhämtar sig är det också rimligt att reporäntan börjar justeras upp från en exceptionellt låg nivå.

Wickman-Parak känner sig inte orolig för att penningpolitiken har reagerat för mycket genom att sänka reporäntan till en procent. Skulle det visa sig att uppgången blir starkare och inflationstrycket börjar stiga går det att snabbt börja återställa räntan till mer normala

nivåer. Den flexibiliteten finns och då kan, om så behövs, räntan höjas i större steg än de 0,25 procentenheter som har varit den "normala" storleken på räntejusteringarna. Blir det sämre än väntat får ytterligare räntesänkningar aktualiseras.

I en svårbedömd situation där en vändning kan komma är det extra viktigt att följa alla olika framåtblickande konjunkturindikatorer. Man kan till exempel notera, utan att för den skull framstå som en ohejdad optimist, att inköpschefsindex för januari i nästan alla länder gjorde en liten krok uppåt. Alla bedömare vet att en enskild månadssiffra inte är mycket att fästa sig vid. Det kan ändå vara en idé att nämna detta därför att det, enligt erfarenhet, är lätt att förblindas av de förhållanden som gäller just för tillfället och just nu handlar det om att de är nattsvarta.

Som Öberg har varit inne på föreligger det under prognosperioden stora skillnader mellan KPI och KPI exklusive effekterna av ränteförändringar. Det beror på Riksbankens reporäntesänkningar. Därför är det bra att rapporten denna gång lyfter fram KPI exklusive effekterna av förändrad ränta, det vill säga KPIF. Den har ett betydligt jämnare förlopp och förklarar penningpolitikens uppläggning på ett bättre sätt. Den faller heller aldrig under noll vilket också kan vara bra att visa i dessa tider när deflationshotet är på tapeten, vilket Svante Öberg också varit inne på.

Slutligen höll Wickman-Parak med sina kolleger som lyft fram att det är viktigt att Riksbanken fortsätter att genomföra åtgärder som är inriktade mot att förbättra finansmarknadernas funktionssätt och att Riksbanken har en beredskap att vidta alla åtgärder som kan behövas.

Lars E.O. Svensson anknöt till Öbergs och Ingves kommentarer om okonventionell penningpolitik och menade att eftersom både Japan och USA nu i praktiken har nollränta och flera länder sänker räntan till nära noll är det naturligt att penningpolitik med nollränta diskuteras och debatteras allt mer. Den penningpolitiska rapporten innehåller ju också ett alternativscenario i kapitel två med sämre utveckling i realekonomin och en reporäntebana som ligger på noll under en del av prognosperioden. Det finns också en fördjupningsruta om penningpolitik med nollränta i rapporten. Även om det inte är så troligt att en situation uppstår där nollränterestriktionen binder är det bra att ha tänkt igenom vilka åtgärder som då är lämpliga.

En bindande nollränterestriktion innebär ju att realräntan fortfarande är för hög för att ge en tillräcklig stimulans av realekonomin, trots att styrräntan sänkts till noll. Det är ju realräntan på marknaden som spelar roll för realekonomin, och den är ju lika med styrräntan plus en spread, som avspeglar diverse risk- och likviditetspremier, minus förväntad inflation. Även om styrräntan är noll blir nominella marknadsräntor positiva på grund av spreaden. De olika åtgärder som Riksbanken och andra myndigheter vidtagit under den finansiella krisen för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre och spreadarna att minska fyller alltså fortfarande en viktig funktion även om reporäntan är noll. De kan rent av uppfattas som ännu viktigare i en sådan situation. Men den stora möjligheten att hindra realräntan från att bli för hög och helst få den att bli tillräckligt låg ligger i att påverka inflationsförväntningarna, att motarbeta förväntningar om fallande inflation och helst skapa förväntningar om högre inflation. Det kan i ett sådant läge vara önskvärt att skapa förväntningar som till och med överstiger inflationsmålet för att få en tillräckligt låg realränta.

Det är under alla omständigheter viktigt att bevaka inflationsförväntningarna och Svensson fann härvidlag Öbergs kommentarer om Prosperas senaste undersökning intressanta. Enligt denna undersökning hade inflationsförväntningarna på ett och två års sikt minskat mer än vad det skattade normala sambandet mellan inflationsförväntningar och faktisk inflation implicerar. Det skulle kanske kunna ses som indikationer på att dessa inflationsförväntningar håller på att bli oroväckande låga. Å andra sidan verkar inflationsförväntningarna på fem års sikt inte ha fallit onormalt mycket utan är väl förankrade nära målet.

Ett trovärdigt inflationsmål och en övertygande inflationsprognos där inflationen närmar sig målet eller till och med under denna period överstiger inflationsmålet är förmodligen tillräckligt för att skapa och bibehålla sådana inflationsförväntningar. Om det mot förmodan inte skulle räcka kan man tänka sig ett temporärt prisnivåmål, till exempel i form av ett genomsnittligt inflationsmål så att inflationen under de närmaste fem åren i genomsnitt skall vara två procent. Om då inflationen faller under två procent under en period måste den hållas över två procent under en period för att genomsnittet skall bli två procent.

Om inte heller detta skulle räcka påpekade Svensson att det finns kraftigare ammunition att ta till, och nämnde sitt förslag till en säker metod att komma ur en likviditetsfälla, som består i att först utannonsera ett prisnivåmål, sedan depreciera kronan och hålla den fast vid ett temporärt växelkursmål för att uppnå detta prisnivåmål. Svensson tror inte att den metoden kommer att behövas, men anser att det är bra att den finns.

Svante Öberg inflikade att frågan som Svensson tog upp om ett prisnivåmål var uppe och avvisades av Riksbanken i samband med Giavazzis och Mishkins utvärdering av den svenska penningpolitiken. Frågan saknar fortfarande aktualitet eftersom det finns så mycket investerat i trovärdigheten för det nuvarande inflationsmålet och det har fungerat mycket bra. På längre sikt är inflationsförväntningarna fast förankrade nära 2 procent. Att tillfälligt byta inflationsmålet mot ett prisnivåmål skulle kunna äventyra penningpolitikens trovärdighet.

Inte heller en politik inriktad på att depreciera kronan är något som Riksbanken bör ägna sig åt enligt Öberg. När räntan sänks så innebär det visserligen i teorin även att kronan försvagas, men sambanden är inte stabila. Den nuvarande försvagningen av kronan inleddes redan i augusti innan reporäntesänkningarna genomfördes och den torde främst bero på finanskrisen. Problemet är nu att det föreligger en global konjunkturedgång och alla länder kan inte samtidigt låta sina valutor depreciera för att stimulera produktionen.

När det gäller Ingves förslag om en lägre räntebana den närmaste tiden framhöll Öberg att han ansåg att det är viktigt att räntebanan markerar en vilja att hålla räntan på en låg nivå under en längre tid och samtidigt ha beredskap att sänka den ytterligare. Den skulle mycket väl kunna gå ned lite ytterligare för att markera en högre sannolikhet för en sänkning, men inte gärna ned till 0,5 procent. Då skulle Öberg föredra att sänka räntan mer nu.

Stefan Ingves framförde åsikten att det i den rådande situationen inte var läge att ändra på inflationsmålet och att olika former av växelkursinterventioner inte heller bör aktualiseras.

Lars Nyberg menade att det förvisso är intressant med en diskussion om principerna. Situationen är dock inte sådan att detta är aktuellt och det är inte troligt att en sådan situation uppstår. Vad en policy med växelkursinterventioner beträffar så visar erfarenheten att sådana inte är så enkla i praktiken. Nyberg påpekade också att inflationsförväntningarna

knappast behöver bli ett problem. Olje- och råvarupriser samt nominella räntor är nu så låga att inflationen och i förlängningen inflationsförväntningarna så småningom kommer att vända uppåt. Vidare menade Nyberg att räntebanan i den penningpolitiska rapportens huvudscenari är rimlig och påpekade att den i sin nuvarande form redan anger en viss sannolikhet för ytterligare reporäntesänkningar framöver.

I likhet med Wickman-Parak ansåg Nyberg att situationen kan komma att se helt annorlunda ut när en vändning i världsekonomin väl kommer. Man kan då tänka sig en relativt snabb återhämtning.

Barbro Wickman-Parak menade att Svenssons inlägg speglar en intressant diskussion som pågår. Däremot menade hon att prisnivåmål kan övervägas i samband med penningpolitiska regimval men inte nu när vår nuvarande inflationsmålsregim är väl etablerad och fungerar väl. Det finns ingen anledning att ändra på det, framför allt inte i en osäker tid då stabila regler behövs. Därutöver påpekade Wickman-Parak att lösningen är elegant i teorin men att många frågetecken finns beträffande hur en sådan politik går att implementera i verkligheten. Det är inte så lätt att påverka förväntningarna på de sätt som krävs för att ett prisnivåmål ska fungera och vara trovärdigt. Även institutionella förhållanden kan påverka. Ett exempel; Låt oss säga att man har haft inflation under målet ett par år och förbundit sig att låta inflationen bli högre för att komma tillbaka till banan. I samband med löneförhandlingar för perioden då centralbanken siktar på en relativt hög inflation blir det inte lätt att förklara att inflationen behöver bli högre på grund av utfästelser föranledda av prisnivåmålet och få parterna på arbetsmarknaden att acceptera det. En anpassning av löneavtalen till en tillfälligt högre inflation riskerar att initiera en inflationsprocess som man tappat kontrollen över.

Wickman-Parak menade också att en tillfällig övergång till växelkursstyrning vore mycket problematisk. I dagsläget när flera stora länder möter samma problem är det inte möjligt för alla att välja att depreciera och därigenom dra upp inflationsförväntningarna. För ett litet land är det måhända lättare, men Sverige har valt en regim och det är svårt att bibehålla sin trovärdighet om man kastar sig mellan olika regimer. Kronan har deprecierat i krisens spår utan att penningpolitiken varit inriktad på att påverka kursen.

Angående Ingves förslag på en lägre räntebana på kort sikt menade Wickman-Parak att hon också tänkt i de banorna men ändå kommit fram till att ställa sig bakom den räntebana som ges i den penningpolitiska rapportens huvudscenari. Hon påpekade att Riksbanken, med dagens sänkning, sammantaget sänkt räntan med 3,75 procentenheter på kort tid och att det kan finnas anledning att först vänta och se vilka effekter detta får.

Lars E.O. Svensson förtydligade att han för närvarande finner det mindre troligt att något annat än inflationsmålet skulle komma att behövas men tycker att det är bra att alternativ finns och har övervägts om man hamnar i en situation där de skulle behövas. Beträffande den trovärdighetsproblematik som Wickman-Parak uppmärksammat finns det en stor litteratur som behandlar den viktiga frågan om vilka metoder som bäst kan få trovärdighet i en nollräntesituation och bäst kan påverka inflationsförväntningarna. Det finns dock inte utrymme att redogöra för den i detta sammanhang. När det gäller en depreciering av kronan påpekade Svensson att även en vanlig reporäntesänkning delvis verkar via en försvagning av kronan och att hans förslag bara innebär att man vid nollränta ombesörjer deprecieringen och en expansiv penningpolitik med andra medel än att sänka styrräntan.

Svensson förklarade vidare att han tyckte att den reporäntebana som återges i utkastet till den penningpolitiska rapporten är lämplig. Den är förenlig med prognoserna i övrigt och ingen ny information som förändrar bilden dramatiskt har tillkommit under de senaste dagarna.

Stefan Ingves upprepade sin villighet att justera räntebanan nedåt på kort sikt men yrkade inte på en sådan förändring utan valde att betona de risker på nedåtsidan som målats upp i den penningpolitiska rapportens alternativscenariot med fördjupade problem på de finansiella marknaderna.

Stefan Ingves sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Nedgången i konjunkturen ser idag ut att bli ännu djupare än vad den gjorde i december. Exporten och exportorderingsgången har fallit dramatiskt och antalet varsel om uppsägningar är fortsatt högt. Konjunkturförsvagningen har också lett till att oljepriset har fallit ytterligare sedan december, vilket bidrar till lägre inflation.

För att motverka att produktion och sysselsättning utvecklas alltför svagt och att inflationen blir för låg behövs en lägre reporänta och räntebana. Med en lägre reporäntebana dämpas fallet i resursutnyttjandet och i slutet av prognosperioden stiger det igen. När det finansiella systemet börjar fungera bättre och osäkerheten minskar ökar efterfrågan från omvärlden och i Sverige. Effekterna av de finanspolitiska åtgärder som vidtas världen över bidrar också till återhämtningen. Även försvagningen av kronan dämpar fallet i tillväxten och håller inflationen i Sverige närmare målet på 2 procent.

Inflationen mätt med KPI faller mycket snabbt under 2009. Det beror till stor del på de snabba räntesänkningarna under slutet av 2008 och början av 2009. Från och med 2011 när räntan väntas höjas igen stiger KPI-inflationen kraftigt. Om effekterna av förändrade bostadsräntor utesluts utvecklas KPI-inflationen mer stabilt och ligger nära målet på 2 procent i slutet av prognosperioden.

Konjunkturutsikterna är ovanligt osäkra just nu. Det kan exempelvis ta längre tid innan finansmarknaderna fungerar som de ska, men effekterna av en expansiv ekonomisk politik kan också komma snabbare och mera kraftfullt än i huvudscenariot. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror som vanligt på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Ordförande konstaterade att samtliga ledamöter var eniga om att sänka reporäntan med 1,0 procentenhet till 1,0 procent.

Direktionen beslutade enhälligt

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten onsdagen den 11 februari kl 9:30,
- att sänka reporäntan med 1,0 procentenhet till 1,0 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 18 februari 2009,

- att sänka utlåningsräntan till 1,75 procent respektive inlåningsräntan till 0,25 procent med tillämpning från onsdagen den 18 februari 2009,
- att onsdagen den 11 februari 2009 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 14 2009, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 25 februari kl 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg