

# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 2

DATUM: 2009-04-20

MÖTESTID: 09.00

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

Johan Gernandt, fullmäktiges  
ordförande  
Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice  
ordförande

Sigvard Ahlzén  
Meredith Beechey (§1)  
Claes Berg  
Sophie Degenne (§1)  
Hans Dillén  
Eric Frieberg  
Jesper Hansson  
Karolina Holmberg  
Ann-Christine Högberg  
Andreas Johnson  
Anna Lidberg (§1)  
Tomas Lundberg  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Mattias Persson (§1)  
Anders Vredin

### § 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Hans Dillén och Andreas Johnson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av penningpolitiskt protokoll under § 1, 2, och 3.

Mattias Persson, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, inledde med att redogöra för det aktuella läget för den finansiella stabiliteten. Det går att se vissa förbättringar på den amerikanska marknaden till exempel att den så kallade basis-spreaden, som är ett mått på marknadens värdering av kredit- och likviditetsrisker, har gått ned. En närmare granskning visar dock att det fortfarande är svårt för många banker i Sverige och utomlands att skaffa finansiering till rimliga priser. Den traditionella banksektorn har betydande problem och osedvanligt många banker utomlands har fallerat.

I euroområdet är de statliga garantierna till bankerna mycket omfattande och även i Sverige blir den av staten garanterade finansieringen allt viktigare. Vidare nedgraderas kreditvärdigheten hos många företag men samtidigt minskar de så kallade CDS-premierna som är ett mått på hur kreditriskerna prissätts på marknaderna. Denna utveckling avspeglar troligen främst en ökad riskaptit, vilket den goda börsutvecklingen under senare tid också är ett uttryck för.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan direktionens förra möte den 3 april. Kronan har utvecklats något svagare än förväntat. Utvecklingen på räntemarknaderna har varit volatil, vilket bland annat avspeglar svårigheterna att bedöma de konjunkturella riskerna relativt de utbudseffekter som en ökad offentlig skuldsättning innebär. I Storbritannien och USA skiftade avkastningskurvorna ned den närmaste perioden efter det att centralbankerna i dessa länder meddelade att de ämnade köpa statsobligationer men under de senaste veckorna har avkastningskurvorna skiftat tillbaka en del. I Sverige har räntorna fallit sedan förra penningpolitiska mötet, vilket avspeglar att de penningpolitiska förväntningarna har justerats ned. Såväl prissättningen av finansiella instrument som enkäter indikerar att reporäntan förväntas sänkas med minst 0,5 procentenheter vid dagens möte.

Anders Vredin, chef för avdelningen för penningpolitik, presenterade underlag till direktionens diskussion i form av ett utkast till penningpolitisk uppföljning. Han konstaterade att förutsättningarna för underlaget i form av bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige inklusive alternativa scenarier, Riksbankens företagsintervjuer samt en genomgång av utvecklingen på de finansiella marknaderna och kreditvillkoren hade presenterats för direktionen vid ett möte den 3 april.

Prognosen för tillväxten i omvärlden i TCW-viktade termer har reviderats ned med 2,2 procentenheter för år 2009, vilket är en större nedrevidering än vid det föregående penningpolitiska mötet. Den dystra utvecklingen i omvärlden tillsammans med det överraskande svaga BNP-utfallet för fjärde kvartalet 2008 innebär att tillväxten i Sverige i år reviderats ned med 2,9 procentenheter till minus 4,5 procent. Även tillväxten under 2010 bedöms bli låg och arbetslösheten väntas stiga till 11 procent mot slutet av 2010. Totalt sett innebär denna utveckling att resursutnyttjandet blir lågt under hela prognosperioden.

Trots stora nedskrivningar i tillväxt och resursutnyttjande blir revideringen av inflationsprognosen i sammanhanget liten då en något svagare krona, ett något högre oljepris och en ökning av enhetsarbetskostnaderna i hög grad motverkar de inflationsdämpande effekterna av ett lågt resursutnyttjande. För 2009 revideras inflationen mätt med KPI ned med 0,2 procentenheter medan prognosen för KPIF-inflationen skrivs upp med 0,3 procentenheter.

Mot bakgrund av den mörka ekonomiska utvecklingen bygger prognoserna för reporäntan i utkastet till penningpolitisk uppföljning på att den omedelbart sänks till 0,5 procent. Detta innebär att penningpolitiken i stort sett har nått sin nedre gräns. Det kvarstår dock en viss sannolikhet för en ytterligare sänkning, men när reporäntan hamnar på så låga nivåer måste man väga in att det kan få negativa effekter på hur de finansiella marknaderna fungerar. Reporäntan bedöms ligga kvar på en låg nivå fram till 2011 då den åter börjar stiga.

En sänkning av reporäntan till 0,5 procent innebär att räntekorridoren, det vill säga Riksbankens in- och utlåningsfaciliteter, bör modifieras eftersom den nuvarande korridorstrukturen i detta fall skulle innebära en negativ inlåningsränta. Det presenterades ett underlag som föreslog en något snävare korridor som innebär att Riksbankens utlåningsränta och inlåningsränta sätts till 1,00 procent respektive 0,00 procent vid en reporänta på 0,50 procent.

## § 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde diskussionen. Han konstaterade att bilden av utvecklingen i omvärlden är mycket dyster. Svensson delade den syn på omvärlden som presenterades i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Prognoserna för realekonomi och inflation i omvärlden har reviderats ned sedan det senaste penningpolitiska mötet i februari. Svensson menade att många indikatorer på den globala ekonomin nu utvecklas på ett liknande sätt som i början av den stora depressionen, vilket väcker oro. Han hänvisade till en uppsats på webbsidan [voxeu.org](http://voxeu.org) av Eichengreen och O'Rourke som jämför den nuvarande ekonomiska utvecklingen med den under depressionen på 1930-talet.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** delade i allt väsentligt den mörka synen på utvecklingen i omvärlden. Världshandeln har fortsatt att falla kraftigt. Kapitalinflödena till de flesta utvecklingsekonomier har i stort sett avstannat. Arbetslösheten har nått rekordnivåer i många länder och förväntas öka ytterligare. I Europa syns inga positiva tecken. Nyberg menade dock att om man ska leta efter ljusglimtar kan man möjligen hitta sådana på den amerikanska bostadsmarknaden. Det byggs för litet och ökningen av antalet hushåll i den amerikanska ekonomin - cirka 1,5 miljoner per år - överstiger klart det antal nya bostäder som byggs. Om nu botten är nådd på den amerikanska bostadsmarknaden, där problemen en gångs startade, så är detta en viktig signal.

Nyberg fortsatte med att kommentera utvecklingen på de finansiella marknaderna. Signalerna är i nuläget splittrade, vilket kan tolkas som en förbättring jämfört med tidigare. Lehman Brothers ansökan om konkursskydd i september förra året minskade drastiskt riskbenägenheten bland investerare i kreditinstrument. Det finns nu betydande likviditet i många fonder, hedgefonder och försäkringsbolag. Denna likviditet väntar på att placeras. Samtidigt finns det företag med i grunden sunda förutsättningar som kommer att överleva krisen, och de behöver finansiering. Det gäller både finansiella och icke finansiella företag. När investerarna är villiga att åter börja ta något mer risk och företagen samtidigt inser att de måste betala något högre räntor så kommer marknaden sakta igång. Det är därför inte orimligt att kreditmarknaderna vaknar till liv samtidigt som kreditförlusterna i bankerna växer och konjunkturedgången fortsätter. Både i USA och i Europa har obligationsmarknaderna visat stigande emissionsvolym. Företag med bra kreditvärdighet kan nu låna. Även andra marknader, där aktiviteten varit i stort sett obefintlig sedan i

september förra året, har försiktigt börjat vakna till liv. Samtidigt är spreadarna fortfarande höga och kreditflödena små i ett längre perspektiv. Utvecklingen är känslig för störningar.

Om kreditmarknaden utanför bankerna kan börja fungera bättre, trots att den reala ekonomin förblir svag, vore detta naturligtvis till god hjälp för att bromsa den negativa konjunkturutvecklingen.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** delade den dystra bilden och såg i princip inga ljuspunkter. Den realekonomiska utvecklingen i USA och Europa har varit sämre än förväntat. Ekholm höll med Nyberg om att det finns vissa tecken på ljusning när det gäller de finansiella marknaderna i USA. Det är dock långt ifrån säkert att detta innebär att botten är nådd. Erfarenheterna från 1930-talet visar att en djup nedgång kan involvera temporära uppgångar. Dessutom fortsätter den realekonomiska nedgången i USA med fallande sysselsättning och ökad arbetslöshet.

Utvecklingen i Europa verkar följa samma mönster som i USA men med en viss fördröjning. En återhämtning i USA kan förväntas komma före en återhämtning i Europa. Problemen i den tyska ekonomin är besvärliga för Sverige som är starkt beroende av handel med Tyskland. Sverige riskerar att stå inför en lång period av svag efterfrågan på exportvaror.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** betonade att BNP-tillväxten i världen reviderats ned kraftigt sedan februari och beräknas nu i underlaget för det penningpolitiska beslutet bli omkring minus 1 procent 2009 och strax över 2 procent 2010. Han menade att det är rimligt som ett huvudscenario men gjorde bedömningen att risken att utvecklingen blir ännu sämre trots den kraftiga nedrevideringen fortfarande överväger. Öberg fortsatte genom att utveckla detta resonemang.

Internationella valutafonden (IMF) har nu börjat offentliggöra sitt underlag inför vårmötena nästa helg. Den nuvarande finansiella krisen kommer enligt IMF troligen att resultera i en ovanligt lång och allvarlig recession på grund av krisens finansiella och globala karaktär. IMF baserar sin analys på tidigare recessioner i 21 utvecklade länder sedan 1960. IMF når slutsatsen att recessioner associerade med finansiella kriser tenderar att vara allvarligare och att återhämtningarna tenderar att vara långsammare än normalt. Om recessionerna dessutom är globalt synkroniserade tenderar de att vara ännu längre och att följas av ännu svagare återhämtningar.

För både USA och euroområdet räknar Riksbanken nu med ett fall i BNP på mellan 3 och 4 procent 2009 och en svag tillväxt 2010. Europa ligger normalt efter USA i konjunkturförloppet och denna utveckling förväntas även denna gång. Dessutom blir återhämtningen långsammare i euroområdet. Förväntningarna är i stort sett i linje med genomsnittet av de fem stora finansiella kriserna i industrivärlden under efterkrigstiden ("the big five") och dessutom i linje med genomsnittet för recessioner i samband med finansiella kriser och synkroniserade recessioner enligt IMF. Den nuvarande recessionen är dock både associerad med en finansiell kris och högt synkroniserad mellan olika delar av världen samt dessutom ovanligt kraftig. Recessionen kan därmed resultera i ett ännu större BNP-fall.

IMF noterar också att finansiella kriser snabbt och kraftigt överförs till tillväxtekonomier genom finansiella kanaler och att minskningen av kapitalflödena till tillväxtekonomierna efter en kris kan bli en utdragen process. Tillväxtekonomierna i östra Europa är särskilt utsatta i detta avseende.

Öberg tyckte att man kunde dra tre slutsatser av detta. För det första finns det en risk att recessionen till och med blir djupare och mer långvarig än förutspått. För det andra är risken påtaglig för att ytterligare problem tillstöter i tillväxtländerna i östra Europa. För det tredje kommer en återhämtning troligen att ta sin början i USA. Vidare höll Öberg med Nyberg om att tecken på en vändning på bostadsmarknaden i USA skulle vara mycket välkomna.

Riksbankschef **Stefan Ingves** betonade att det sedan det förra mötet skett en omfattande nedrevidering av konjunkturutvecklingen i omvärlden. Riksbanken räknar nu med den svagaste konjunkturen i fredstid sedan 1930-talets världsomspännande depression. Krisen utlöstes av en vändning i kreditykeln efter en period av växande finansiella och globala obalanser. Från att till en början beskrivits som en i allt väsentligt finansiell kris har nu den ekonomiska utvecklingen övergått till en allmän, global, makroekonomisk kris men med kvarstående svåra finansmarknadsproblem. Ingves höll med Nyberg om att läget på de finansiella marknaderna inte hade försämrats, men det fanns problem kvar att hantera.

Myndigheterna i olika länder har vidtagit ett stort antal konventionella och icke-konventionella policyåtgärder. En viktig fråga är om detta kan minska pessimismen och ingjuta framtidstro. Med alla de åtgärder som nu vidtagits står världsekonomin inte inför en finansiell hårdsmälta. Det finansiella systemet fungerar hjälpligt, men enbart som ett resultat av massiva offentliga stödinsatser. Samarbetet mellan centralbankerna om likviditetstillförsel i utländsk valuta har också utvidgats. De här åtgärderna löser dock inte olika bankers kapitalproblem. Av det skälet är det inte särskilt överraskande att den internationella diskussionen idag är mera inriktad på solvens än likviditet. Det skulle vara mycket välkommet om många länder på ett effektivt och transparent sätt kunde skilja dåliga banker från goda.

Vissa realekonomiska indikatorer tyder på att takten i nedgången bromsar upp i USA. Måhända är det så att utvecklingen i USA tar fart snabbare än på annat håll. Men olika mått på räntespreadar och riskpremier ligger fortfarande högre än normalt. Det är dessutom ont om andra, realekonomiska indikationer på att den internationella konjunkturen står inför en vändning. I flera länder i Östeuropa som är viktiga för den svenska finanssektorn har nedgången fördjupats kraftigt och den anpassning som måste till är inte alls genomförd. Riskerna i vårt närområde är med andra ord höga och kan därmed också påverka den svenska finansiella sektorn negativt. Det möte som G20-länderna höll i London i början av april innebar dock positiva besked om förstärkning av IMF:s resurser för att bistå länder med problem.

Men riskerna finns kvar internationellt när det gäller självförstärkande spridningseffekter mellan svag real ekonomi och underkapitaliserade finansiella system. Till bilden hör också en fortsatt kollaps i världshandeln. När handelskrediter fryser inne störs den globala utbudskedjan av de insatsvaror som krävs innan en produkt är färdig för försäljning. Utöver vikande efterfrågan drabbas därför världshandeln också av utbudsstörningar relaterade till finansieringsproblem. Till detta kommer att historiska erfarenheter visar att anpassningsprocessen riskerar dra ut på tiden, särskilt i länder där sparandet varit lågt länge innan anpassningen börjar. Länder har olika förmåga och vilja att lösa problem i den finansiella sektorn, länder har också drabbats av mer eller mindre bortfall i exportefterfrågan. Det här torde innebära att när konjunkturen vänder kommer det inte att ske på ett helt synkroniserat sätt. På samma sätt som det tog ett tag innan snart sagt hela

världen fick negativ tillväxt kommer det också att ta ett tag innan tillväxten återvänder överallt.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade att de nedrevideringar som gjorts i den internationella prognosen förefaller rimliga. BNP-fallet sista kvartalet förra året blev för de flesta länder större än förväntat och olika indikatorer pekar mot ett svagare första halvår i omvärlden än i bedömningen i den penningpolitiska rapporten i februari.

Liksom i den förra prognosen förutses en mycket blygsam återhämtning av världsekonomin nästa år. Prognoserna har justerats ner även om det inte alls skett i samma utsträckning som för innevarande år.

Ju längre fram man blickar desto osäkrare blir givetvis prognosen. Så är det alltid men nu är osäkerheten extra stor på grund av flera skäl. Effekterna av den expansiva finanspolitiken är osäkra och det är extremt svårt att bedöma när en normalisering på finansmarknaderna inträder och förtroendet börjar återkomma.

Även om Wickman-Parak ställde sig bakom huvudscenariots prognos i februari fann hon då anledning att uppmärksamma det alternativa scenario som byggde på en snabbare återhämtning i omvärlden och ville även idag lyfta fram den möjligheten. Motivet för det är liksom i februari att det finansiella systemet genomgår en massiv förtroendekris som satt djupa spår i den reala ekonomin. När förtroendet väl återkommer kan en uppgång bli starkare än förväntat.

Wickman-Parak trodde inte att man inom kort ska vänta sig några positiva tecken från vare sig Japan eller euroområdet. I båda fallen har exporten drabbats hårt och industriproduktionen har fallit mycket kraftigt. I euroområdet har bankerna dessutom stora exponeringar mot länderna i Östeuropa. Enligt Riksbankens prognos förväntas uppgången i USA 2010, även om den blir svag, ändå överträffa den i euroområdet. Det är en rimlig bedömning.

Prognosen för USA innebär att nedgången när den väl är över har varit mer långvarig än tidigare nedgångsperioder och att den efterföljande uppgången också blir långsammare. Wickman-Parak menade dock att det finns en möjlighet att det blir en mer kraftfull uppgång under loppet av 2010 och fortsatte med att anföra några skäl till det.

Wickman-Parak började med att diskutera bostadsmarknaden i USA. Man måste komma ihåg att anpassningen på utbudssidan startade långt innan den finansiella krisen började. Bostadsinvesteringarna i USA har fallit tre år i rad och nivån har nästan halverats mätt från toppen. Investeringarna är nu tillbaka till nivån vid mitten av 1990-talet när bostadspriserna började stiga. Samtidigt har antalet hushåll ökat med cirka 20 procent sedan dess.

Antalet igångsatta lägenheter och bygglov har inte varit så lågt sedan det började föras statistik på detta i slutet av 1950-talet och det är troligt att fallet i bostadsinvesteringar kommer att fortsätta. Men samtidigt kan man notera att antalet byggstarter och bygglov verkar ha stabiliserats de senaste tre månaderna. Bostadsförsäljningen förefaller också ha stabiliserats och lagren av osålda hus har kommit ner, speciellt för nybyggda hus. Men försäljningstiderna är fortfarande långa och priserna fortsätter nedåt.

Samtidigt ska också noteras att ett genomsnittligt hushålls förmåga att köpa hus har ökat snabbt i takt med husprisfallen, sjunkande bolåneräntor och en relativt hygglig utveckling av

de disponibla inkomsterna. Wickman-Parak förklarade att balansproblemen på marknaden kvarstår men att anpassningen har kommit en god bit på väg. Det finns en potential för goda bidrag till tillväxten när uppgången väl kommer.

Även lagercykeln är viktig att följa. Lagren har kontinuerligt dragits ner de senaste fem kvartalen. Det kan återstå en del anpassning men så småningom kommer lagren ner till nivåer där efterfrågeflödet, även om det minskar, måste mötas med ökad produktion.

Raset i orderingången i industrin fortsätter även om det dämpats en aning. Det syns i utfallsiffrorna men mer tydligt i delindexet för orderingången i inköpschefsindex. Orderingången har återhämtat sig rejält sedan bottennoteringen i december. Den är fortfarande under 50-strecket och delindexet signalerar fortsatta fall men i klart uppbromsad takt.

Wickman-Parak menade att de tecken på stabilisering som hon just nämnt kan vara falska gryningstecken. Men om de blir mer tydliga kan de påverka stämningläget på till exempel börsen på ett mer bestående sätt. Det i sin tur kan påverka hushållens urgröpta förmögenhetsställning positivt och hjälpa upp konsumtionen vars ras sista kvartalet har stannat upp hittills i år. En sådan mer positiv utveckling kan så småningom få den amerikanska arbetsmarknaden på fötter. Nästa år väntas de finanspolitiska stimulanserna motsvara ca 3 procent av BNP. Det mesta handlar om infrastrukturinvesteringar som kan ge en handfast hjälp till arbetsmarknaden.

**Stefan Ingves** konstaterade att direktionens ledamöter delade den syn på utvecklingen i omvärlden som uttrycks i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Det är dock svårbedömt när återhämtningen kommer att inledas och här finns det vissa skillnader i riskbedömningen hos direktionen. Mycket talar för att återhämtningen kommer att bli ojämn och att den startar i USA.

### § 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde diskussionen genom att påpeka att det i utkastet till penningpolitisk uppföljning tydligt framgår att Sverige är inne i en kraftig recession. Riksbanken räknar nu med att BNP faller med 4,5 procent i år och att återhämtningen blir ganska långsam därefter. Öberg menade att det är rimligt som ett huvudscenario, men liksom när det gäller den internationella utvecklingen var hans bedömning att riskerna att det kan gå ännu sämre överväger.

Jämfört med prognoserna i den penningpolitiska rapporten i februari förutser Riksbanken nu en betydligt svagare realekonomisk utveckling. Samtidigt blir den underliggande inflationen något högre än enligt prognoserna i februari, men inte högre än att den ligger nära två procent under prognosperioden. Öberg menade att det motiverade en ytterligare sänkning av reporäntan och reporäntebanan. Han förklarade att han därför anser att Riksbanken borde sänka reporäntan till 0,5 procent. Den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren ser dessutom ut att bli så svag att det är lämpligt att hålla reporäntan på en mycket låg nivå under en längre tid.

Öberg fortsatte med att utveckla sin syn på inflationsprognosen. Inflationen mätt med KPI kommer med nuvarande bedömningar att vara negativ under en stor del av året. Men detta

beror i första hand på Riksbankens egna räntesänkningar. Inflationen mätt med fast bostadsränta (KPIF) är ett bättre mått på den underliggande inflationen och kommer att ligga ganska nära två procent under hela prognosperioden. Risken för deflation tycks därmed vara liten.

Inflationsförväntningarna på längre sikt ligger också stabilt omkring två procent. Öberg påpekade att han utvecklat detta resonemang vid det senaste penningpolitiska mötet och ville därför inte upprepa det utan konstaterade istället att den senaste mätningen från Prospera bekräftar att inflationsförväntningarna på fem års sikt ligger nära två procent.

Öberg menade att man naturligtvis kan fråga sig varför inflationstakten inte faller mer när resursutnyttjandet är så lågt. Det finns ett antal förklaringar till det. För det första så finns det i Sverige krafter som verkar åt andra hållet än BNP-gapet, nämligen den svaga kronan och att produktiviteten har fallit, vilket har lett till höjda arbetskostnader per producerad enhet. För det andra leder en övergång till en trovärdig inflationsstabiliserande penningpolitik till att sambandet mellan BNP-gapet och inflationen blir svagare. Stabila inflationsförväntningar omkring inflationsmålet ger helt enkelt mindre utrymme för andra variabler att påverka inflationen.

Öberg tyckte inte heller att man behöver vara så orolig för att de nuvarande massiva åtgärderna för att hantera den finansiella krisen bygger upp en kommande inflationsbomb. När konjunkturen väl vänder så brukar det normalt gå snabbt och medföra flaskhalsproblem och inflationstendenser. Men den nuvarande recessionen hänger samman med en finanskris och är dessutom global. Det talar för att återhämtningen blir långsam och utdragen. Dessutom får man förvänta sig att både finans- och penningpolitiken läggs om i en åtstramande riktning, att de stödåtgärder som nu är inriktade mot det finansiella systemet successivt avvecklas och att både produktiviteten och kronan stärks. Det kommer att hålla nere inflationen.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** påpekade att prognoserna för realekonomi och resursutnyttjande i Sverige har reviderats ner kraftigt, även när de utgår från en ny lägre reporäntebana. Läget har försämrats och är mycket allvarligt. Med den reporäntebana med en sänkning av reporäntan till 0,50 procent, som föreslås i utkastet till penningpolitisk uppföljning, är resursutnyttjandet mycket lågt under hela prognosperioden, medan KPIF-inflationen är ganska nära inflationsmålet. Svensson menade att detta inte är en väl avvägd penningpolitik. En väl avvägd penningpolitik hade varit mer expansiv, ökat resursutnyttjandet och låtit KPIF-inflationen skjuta över inflationsmålet. Därför kunde han inte ställa sig bakom reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Svensson föredrog istället att reporäntan sänks till 0,25 procent och ville ha en reporäntebana där reporäntan hålls på denna låga nivå en längre tid, några kvartal in i 2011. En sådan reporäntebana skulle ge högre inflation, högre inflationsförväntningar, lägre realränta, svagare krona och framförallt ett högre resursutnyttjande och lägre arbetslöshet. Detta skulle vara en bättre avvägd penningpolitik.

Svensson såg inget skäl till att reporäntan nu inte kan sänkas till 0,25 procent. De argument som förts fram för att det skulle medföra problem för de finansiella marknaderna om räntan sänks under 0,50 procent är inte övertygande. Svensson förklarade att han inte hittat någon övertygande analys enligt vilken det skulle vara olämpligt att sänka reporäntan till 0,25 procent. Hans bedömning var att det underlag som presenterats rekommenderar 0,25



procent, inte 0,50 procent, som ett lämpligt golv för reporäntan. Han menade att det finns argument för att det inte är så mycket vunnet genom att gå lägre än till 0,25 procent. Men argumenten för problem på de finansiella marknaderna av en sänkning till 0,25 procent istället för till 0,50 procent väger mycket lätt jämfört med fördelarna för realekonomin och resursutnyttjandet.

Dessutom är bankernas och finansmarknadens förväntningar inställda på en sänkning till 0,25 procent snarare än till 0,50 procent. Svensson påpekade att han inte brukar vara den som fäster någon större vikt vid marknadsförväntningarna när det gäller hur räntebesluten ska fattas men i detta fall ville han anföra att om det vore något problem för bankerna och de finansiella marknaderna att sänka under 0,50 procent borde någon på marknaden ha upptäckt detta och varnat för detta. Så vitt Svensson kunde bedöma har det inte framförts några sådana varningar. Istället verkar det snarast som om banker och marknad inte bara förväntar sig en sänkning till 0,25 procent utan även skulle välkomna en sådan sänkning.

Penningpolitiken är inte tillräckligt expansiv ens med en reporänta på 0,25 procent eller ens 0 procent. Om inte nollränterestriktionen hade funnits hade Svensson förespråkat en ännu lägre räntebana, för att få en bättre avvägning mellan att stabilisera resursutnyttjandet och stabilisera inflationen runt inflationsmålet. Svensson menade att en bindande nollränterestriktion är en ny situation som ställer mycket på huvudet.

Normalt kan ju Riksbanken göra penningpolitiken mer eller mindre expansiv genom att sänka eller höja reporäntebanan. När reporäntan är nära noll är det inte längre möjligt att sänka reporäntebanan. Det är dock fortfarande möjligt att utsträcka den tid när reporäntan hålls nära noll och således låta reporäntebanan vara låg längre fram. Det innebär att Riksbanken lovar att bedriva en mer expansiv penningpolitik med högre inflation längre fram. Detta fungerar bara om en sådan låg räntebana kan göras trovärdig och således visar sig i marknadsförväntningarna.

Vid nollränta är det fyra omständigheter som bestämmer hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är. För det första reporäntebanans läge längre fram i tiden. För det andra spreadarna mellan marknadsräntor och reporäntan. Dessa bestämmer ju marknadsräntorna när reporäntan är nära noll. För det tredje inflationsförväntningarna som ju bestämmer den reala reporäntan och de reala marknadsräntorna. För det fjärde den reala växelkursen som tillsammans med de reala marknadsräntorna bestämmer hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är.

Vid nollränta är den stora risken att penningpolitiken blir för kontraktiv. En för expansiv penningpolitik kan ju lätt undvikas genom att höja reporäntan över noll. Det som är farligt vid nollränta är alltså om spreadarna ökar, om inflationsförväntningarna faller eller om kronan stärks. Då blir penningpolitiken mer kontraktiv, resursutnyttjandet faller och arbetslösheten ökar.

Detta visar hur mycket som ställs på huvudet med bindande nollränterestriktion, och hur viktigt det är att inte vara fast i traditionella tankesätt. Oftast är det ju för höga inflationsförväntningar som tidigare varit ett problem i penningpolitiken. Nu är det för låga inflationsförväntningar som är problemet. Ofta har det tidigare varit en för svag valuta som varit ett problem i penningpolitiken. Nu är det en för stark valuta som är ett problem och kan göra penningpolitiken för kontraktiv medan en svag valuta hjälper till med att göra

penningpolitiken mer expansiv och bättre avvägd. Dessa omständigheter innebär en formidabel intellektuell och pedagogisk utmaning.

Den intellektuella utmaningen för Riksbanken menade Svensson är att vänja sig vid att tänka i dessa nya banor, att inse att höga inflationsförväntningar och svag krona nu är bra och underlättar för Riksbanken att stabilisera realekonomin. Tidigare har höga inflationsförväntningar och en svag krona varit ett problem och försvårat för Riksbanken att både stabilisera inflationen och realekonomin.

Den pedagogiska utmaningen är att förklara detta nya tänkesätt och denna nya roll för inflationsförväntningarna och växelkursen för allmänhet och marknadsaktörer.

Förutom räntebanans läge längre fram bestäms vid en nollräntesituation hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är alltså av spreadarna, inflationsförväntningarna och växelkursen. Spreadarna kan minskas eller hållas nere genom credit easing, åtgärder på finansmarknaderna, till exempel nya lånefaciliteter, för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre. Spreadarna i Sverige, till exempel TED- och basis-spreadarna, har kommit ner från tidigare höga nivåer och är lägre än i USA, Storbritannien och euroområdet. Svensson menade att det är viktigt att Riksbanken fortsätter med credit easing och hjälper till att hålla spreadarna nere, men han trodde inte att det finns så stora möjligheter att göra penningpolitiken ännu mer expansiv med dessa metoder.

Det är alltså farligt om inflationsförväntningarna blir för låga, eftersom realräntan då blir högre. Inflationsförväntningarna kan hållas uppe eller höjas med kommunikation och övertygande inflationsprognoser med högre inflation längre fram i tiden. På samma sätt som det är hela reporäntebanan som spelar roll, således den genomsnittliga reporäntan under de närmaste åren snarare än reporäntan just nu, som spelar roll, så är det de genomsnittliga inflationsförväntningarna för de närmaste åren som spelar roll för hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är.

Prosperas inflationsförväntningar i januari i år var 1,1 och 1,5 procent för det första och andra året. Genomsnittet för de två första åren var således 1,3 procent. Nu i april har de fallit så att de är 0,9 och 1,5 för det första och andra året. Genomsnittet för de två första åren har alltså fallit från 1,3 till 1,2 procent, inte så mycket men det rör sig åt fel håll. Dessutom ligger de under Riksbankens egen KPI-prognos, som nu är 1,1 och 2,6 för det första och andra året, det vill säga ett genomsnitt på 1,8 procent. Dessutom är residualerna i en regressionsanalys med inflationsförväntningarna som beroende variabel och faktisk inflation som oberoende variabel stora och negativa. Det innebär alltså att inflationsförväntningarna ligger mycket lägre än de borde ligga enligt historiska mönster. Sammantaget ligger inflationsförväntningarna alltså lågt och faller något. De ger därför upphov till en högre realränta och en mer kontraktiv penningpolitik. Detta är ett bekymmer och måste bevakas framöver.

Hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är påverkas också mycket av växelkursen när reporäntan ligger nära noll och inte kan justeras. Enligt ett alternativscenario som liknar det som publicerades i den penningpolitiska rapporten 2008:3 har växelkursen en mycket stor effekt på resursutnyttjande, sysselsättning och arbetslöshet. En försvagning av kronan på 5 procent under de närmaste åren jämfört med Riksbankens prognos skulle nu i runda tal kunna höja sysselsättningen med 1 procent och därmed kunna rädda ungefär 50 000 jobb. På motsvarande sätt skulle en förstärkning av kronan på 5 procent jämfört med prognosen

kunna leda till att 50 000 jobb förloras. Hur växelkursen utvecklas framöver har alltså mycket stor betydelse för resursutnyttjandet och arbetslösheten vid nollränta. Det som är farligt är som sagt om kronan blir för stark, inte om den blir för svag.

Svensson förordade en sänkning av reporäntan till 0,25 procent och en reporäntebana där reporäntan hålls på denna låga nivå en längre tid, några kvartal in i 2011. En sådan reporäntebana innebär en bättre avvägd penningpolitik, jämfört med utkastet till penningpolitisk uppföljning, med högre resursutnyttjande och lägre arbetslöshet utan att inflationen avviker för mycket från målet. Svensson såg inga problem för banker och finansiella marknader med att sänka reporäntan till 0,25 procent istället för 0,50 procent. Eventuella sådana problem skulle ändå väga lätt i jämförelse med de positiva effekterna på realekonomin, resursutnyttjandet och arbetslösheten.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** menade att hon hade svårt att hitta ljuspunkter för den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Positiva undantag utgörs möjligen av att inflationen och inflationsförväntningarna verkar hållas uppe trots den svaga realekonomiska utvecklingen och att det därmed inte finns någon akut deflationsrisk. Hon konstaterade att den svaga utvecklingen av kronan har bidragit till att hålla uppe inflationen och ur denna synvinkel underlättat måluppfyllelsen för penningpolitiken, men betonade att en kronförsvagning också har negativa konsekvenser i och med att den leder till att kronans köpkraft urholkas. När det gäller den realekonomiska utvecklingen ser läget dystert ut. Kurvorna för BNP, sysselsättning, handel och investeringar pekar dramatiskt nedåt. Det kommer att bli ett stort fall i BNP under innevarande år tillsammans med en kraftig ökning av arbetslösheten och en minskning av sysselsättningen. Resursutnyttjandet kommer alltså att minska kraftigt. Prognosen i utkastet till penningpolitisk uppföljning som är gjord utifrån en räntebana där reporäntan sänks till 0,5 procent och hålls där till början av 2011 innebär trots räntesänkningen ett förhållandevis lågt resursutnyttjande under hela prognosperioden.

Ekholm menade att det är svårt att mäta resursutnyttjande och särskilt svårt att prognostisera hur det kommer att utveckla sig i framtiden. Detta hänger samman med att det är svårt att bedöma hur produktionskapaciteten påverkas av produktionsfallet. Det är dock rimligt att vänta sig att resursutnyttjandet utvecklas så pass dåligt att en välavvägd penningpolitik, där måluppfyllelse både när det gäller inflationen och resursutnyttjandet beaktas, egentligen borde involvera en lägre reporänta än 0,5 procent. Den realekonomiska utvecklingen motiverar egentligen en sänkning av reporäntan till så nära noll som det är möjligt att gå.

Det är dock svårt att bedöma vad som utgör reporäntans golv, om det är vid 0,5, 0,25 eller någon annan nivå. Ekholms bedömning var att det underlag som presenterats utmynnade i slutsatsen att 0,5 procent i dagsläget var ett lämpligt golv för reporäntan. När reporäntan hamnar mycket nära noll kan det uppstå problem. Dels kan bankernas marginaler krympa, dels kan en så låg reporänta påverka likviditeten på den privata repomarknaden där viss handel sker med räntor som idag ligger ett par tiotal punkter under reporäntan. Ekholm menade att det skulle vara olyckligt om penningpolitiska beslut leder till att finansiella marknader krymper eller fungerar sämre.

Ekholm förklarade att reporäntan därför inte bör sänkas lägre än till 0,5 procent. Denna reporänta bör dock behållas under relativt lång tid även om det innebär att inflationen rensad från effekten av bostadsräntorna förväntas hamna något över inflationsmålet mot

slutet av prognosperioden. Avsikten med att behålla en låg reporänta under relativt lång tid är att påverka räntor på längre löptider nedåt.

Ekholm menade vidare att man dessutom bör hålla öppet för en ytterligare sänkning av reporäntan till 0,25 procent framöver om det verkar som om en sådan sänkning kan göras utan att det inverkar menligt på marknadernas funktionssätt. Man bör dessutom överväga att längre fram komplettera reporäntesänkningen med så kallade okonventionella eller extraordinära åtgärder. De åtgärder som i första hand är aktuella är köp av statsobligationer och bostadsobligationer. Även i detta fall är avsikten att påverka räntor med längre löptider nedåt.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påpekade att liksom för många länder blev det sista kvartalet förra året en stor negativ överraskning här hemma. I februari förutsåg Riksbanken att BNP skulle falla med ca 4 procent, utfallet blev ett fall på 9,3 procent jämfört med föregående kvartal uppräknat till årstakt. Samtliga efterfrågekomponenter i försörjningsbalansen utvecklades svagare än vad som förutsågs i februari. Bidraget från lagerinvesteringarna blev också betydligt mer negativt än förväntat och det är lite förvånande med tanke på fallet i efterfrågan. Det indikerar att företagen varit ovanligt snabba med att dra ner produktionen.

Fallet i den totala exporten närmade sig 15 procent i uppräknad årstakt. Varuexportens volym fortsatte att falla kraftigt i januari och februari. På årsbasis var fallet nästan 30 procent; så sent som under sommaren och den tidiga hösten kunde man notera ökningstal på 8-10 procent mätt över ett år. Man får gå tillbaka till början av 1980-talet, i efterdyningarna av den andra oljeprischocken, för att hitta en exportnedgång av liknande storlek och med samma snabba förlopp.

Förra sommarens prognos för 2008 pekade mot en exportmarknadstillväxt på 5 procent 2008 och 4 procent i år. Det har visat sig att marknadstillväxten förra året stannade på cirka en procent. Riksbankens bedömning är nu att Sveriges exportmarknad förväntas krympa med hela 9,5 procent 2009 och att den minskar ytterligare en aning 2010. Varken Riksbanken eller andra bedömare kunde förutspå den snabba försämringen i den internationella konjunkturen.

Förra året avslutades alltså med ett osedvanligt stort produktionsfall. Det innebär ett stort negativt överhång 2009. Även om ingenting hade gjorts åt den tidigare kvartalsprognosen, det vill säga den från februari, hade BNP fallit med cirka 3 procent i år. Nedrevideringar även för kommande kvartal innebär att Riksbankens prognos för 2009 pekar på att BNP faller med cirka 4,5 procent jämfört med det fall på cirka 1,5 procent som prognostiserades i februari.

2009 blir ett katastrofalt år för tillväxten och sysselsättningen. Den senare beräknas falla med cirka 2,5 procent både mätt i timmar och i antal personer. Att hushållen, som vid sidan om ökad oro för arbetslöshet, sett sin förmögenhet urholkas, drar ner på konsumtionsutgifterna och i stället ökar sitt sparande är ingenting att förvånas över.

Wickman-Parak förklarade att hon ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 50 punkter till 0,50 procent. Hon menade att Riksbanken ska bidra så mycket som möjligt till att mildra effekterna på tillväxt och sysselsättning. Givet den nedpressade ekonomiska situationen kan man fråga sig varför Riksbanken inte sänker reporäntan till 0,25 eller kanske

ännu lägre. Det finns inga erfarenheter av hur en ränta nära noll fungerar så det finns inga säkra svar på den frågan. Wickman-Parak menade att risken för att komplikationer kan uppstå på olika marknader fick henne att förordna en reporänta på 0,50 procent. Dessutom skulle en ytterligare neddragning inte på något avgörande sätt påverka den reala ekonomin.

Wickman-Parak betonade att det, som hon tidigare varit inne på, finns en möjlighet att den internationella ekonomin kan återhämta sig snabbare och starkare än förväntat när situationen på finansmarknaderna normaliseras och förtroendet återkommer. Det snabba raset i Sveriges export skulle då kunna upphöra tidigare och återhämtningen bli starkare. Produktionen skulle påverkas positivt och med eftersläpning även sysselsättningen. Det skulle ge utslag i stigande aktiebörser och hushållens förmögenheter skulle återhämta sig. Detta skulle i sin tur också bidra till ökad konsumtion genom att hushållen skulle dra ner sitt höga sparande snabbare och mer än vad som förväntas i nuläget. En snabbare uppgång i ekonomin skulle också minska riskerna för kreditförluster i bankerna. Denna utveckling inträffar i så fall under loppet av 2010-2011 och då bör man reflektera över räntebanan som visar att reporäntan hålls oförändrad till början av 2011.

Wickman-Parak påpekade att hon vid ett tidigare tillfälle under sin tid i direktionen reserverat sig mot reporäntebanan. Det var förra sommaren och det handlade om räntebanan i "näretid", det vill säga det närmaste halvåret. Wickman-Parak tyckte då att den låg för högt med tanke på de svaghetstecken som redan tydligt hade börjat skönjas och den nedgång i inflationstakten som kunde förutses. Hon förklarade att hennes funderingar kring räntebanan denna gång inte berör penningpolitiken i det näraliggande perspektivet. Wickman-Parak menade att hon precis som de andra ledamöterna i direktionen anser att räntan ska hållas låg så länge det behövs. Det kan mycket väl handla om det närmaste året. Wickman-Parak var dock inte främmande för att det redan nästa sommar eller höst kan börja synas tecken som motiverar att räntan behöver höjas från sin extremt låga nivå. Det handlar då inte bara om att återhämtningen kan vara på gång utan också om att penningpolitiken då i högre grad vägleds av bedömningen av den ekonomiska utvecklingen under 2012 och 2013.

Även om inflationstrycket inte är något problem nu kan det se annorlunda ut då. Råvarupriserna kan till exempel ha börjat öka mer än förväntat. Det kan vara så att den expansiva politik som nu förs i omvärlden kan driva upp den internationella inflationen med risk för ökad importerad inflation. Kronan kanske inte stärks i den takt som förväntas och även om den stärks kan den tidigare försvagningen innebära att ett kostnadstryck byggs upp som kan ta sig uttryck i stigande priser när konjunkturen vänder. Produktiviteten kanske inte heller återhämtar sig som förutsett för att nämna ytterligare ett exempel. Wickman-Parak förklarade att hon denna gång hade övervägt att reservera sig mot räntebanan men eftersom situationen är osäker och frågetecknen handlar om reporäntan långt fram i tiden hade hon bestämt sig för att avstå från detta.

Riksbankschef **Stefan Ingves** betonade att fallet i BNP i år bedöms vara av nästan samma storlek som under 90-talskrisen sammantaget. Då var det främst en inhemskt genererad kris med finansiella obalanser, höga nominella räntor och en övervärderad valuta. Det var framförallt konsumtion och investeringar som föll. Denna gång kommer mycket av störningen utifrån, statsfinanserna är i gott skick, räntorna är låga och Sverige kommer att ha ett stort bytesbalansöverskott framöver. Exporten minskar kraftigt vilket drar med sig

företagens investeringar. Men hushållens konsumtion påverkas också eftersom arbetsmarknaden försämras kraftigt och försiktighetssparandet ökar.

Lågkonjunkturen bedöms bli ovanligt djup och det drabbar kreditgivningen, vilket syns i att företagen har reviderat ned sina investeringsplaner. Fallande investeringar beror både på svag efterfrågan från omvärlden och finansieringssvårigheter. Även om företagens upplåning fortfarande ökar har lånevillkoren skärpts enligt olika enkäter. Det finns också tecken på att det har skett en viss substitution från marknadsupplåning till bankupplåning. De större företagen upplever störst problem med finansieringen men de tar en större andel av bankupplåningen, vilket innebär att småföretagen känner sig missgynnade. Det finns nu dessutom tydliga risker för att ökande kreditförluster kommer att dämpa bankernas utlåning till företagen. Det medför ytterligare risker för att små och medelstora företag trängs undan.

Sammantaget talar den kraftiga konjunkturedgången för att företagens upplåning minskar framöver, samtidigt som kreditkvaliteten faller och risken för konkurser ökar. Det finns dock än så länge få tecken på att företag och hushåll drabbats av kreditåstramning utöver den som normalt sker i en lågkonjunktur. Både penningpolitiken och andra åtgärder har bidragit till att Sverige, till skillnad från en del andra länder, har undgått kraftiga kreditmarknadsproblem. Med en banksektor som är en mycket viktig del av transmissionsmekanismen kommer den här utvecklingen att kräva stor uppmärksamhet. Indirekt innebär det här också att det är viktigt att de svenska bankerna tar sig an sina problem i Baltikum med både kraft och snabbhet. Detta för att undvika att den inhemska transmissionsmekanismen störs av osäkerheten i vår omvärld. Här flyter penningpolitik och finansiell stabilitet samman.

Den svaga realekonomiska utvecklingen bidrar till att inflationen riskerar att bli lägre än målet. Resursutnyttjandet bedöms nu bli lägre än normalt under hela prognosperioden. Till detta kommer att inflationsförväntningarna har fallit och ligger under två procent på två års sikt. För att motverka det svaga resursutnyttjandet och inflationstrycket behöver reporäntan och reporäntebanan bli lägre. Det är därför lämpligt att sänka räntan till 0,5 procent och presentera en räntebana med en låg ränta under en förhållandevis lång tidsperiod.

Skulle den ekonomiska situationen försämras ytterligare vore det möjligt att ytterligare stimulera ekonomin med penningpolitiska lättnader. Men det finns också några skäl att då överväga ytterligare vad som är en lämplig nivå på reporäntan. Om reporäntan skulle bli alltför låg kan transmissionsmekanismen bli mindre effektiv. Det beror på att vissa räntor är lägre än reporäntan. När reporäntan närmar sig noll skulle de räntorna inte kunna följa med längre. En alltför låg reporänta kan också skapa kostnader i den finansiella sektorn till följd av att till exempel bankernas marginaler reduceras. Köp av statsobligationer kan ses som den mest naturliga förlängningen av konventionell penningpolitik. Sådana köp kan reducera den långa räntan.

Riksbanken kan stimulera ekonomin ytterligare, utan att sänka räntan till noll, om det skulle behövas. Den viktigaste åtgärden handlar om att se till att realräntan blir tillräckligt låg. Det kan ske genom att påverka inflationsförväntningarna, vilket underlättas av att Riksbanken har ett numeriskt inflationsmål och publicerar räntebanan. Riksbanken kan till exempel annonsera att man håller fast vid en låg ränta längre och visa hur inflationsbanan då närmar sig två procent snabbare än annars. Det skulle bidra till att motverka förväntningar om alltför låg inflation. Det är också viktigt att Riksbanken fortsätter underlätta

kreditförsörjningen genom utlåning till bankerna, som kraftigt expanderat det senaste halvåret.

Ytterligare en möjlighet vore att Riksbanken bidrar till att pressa ned räntan på statsobligationer, bostadsobligationer eller företagscertifikat genom köp på de marknaderna. Det finns också en portföljbalanseffekt om andra aktörers efterfrågan på till exempel företagsobligationer skulle stiga till följd av Riksbankens köp av statsobligationer. Det finns dock skäl att avvakta en närmare analys av behov och möjligheter och juridiska frågor innan detta görs. Det blir antagligen inte heller aktuellt förrän Riksbanken gjort allt som kan göras för att underlätta kreditförsörjningen med hjälp av ändrade villkor för utlåning och inlåning i Riksbanken.

Ingves menade vidare att det vid dagens beslut inte är aktuellt att göra något annat än att sänka reporäntan. Det Riksbanken har att ta ställning till längre fram är dels om den ekonomiska utvecklingen kräver ytterligare räntesänkningar och dels om den gängse penningpolitiken då behöver stödjas av mera okonventionella metoder. Det behövs alltid en beredskap för att kunna genomföra en alternativ penningpolitik om utvecklingen så skulle kräva men sådana åtgärder är inget som behöver genomföras med start idag.

Det är också viktigt att konstatera att penningpolitiken under det senaste halvåret lagts om i en mycket stimulerande riktning. Realräntebanan är rejält negativ under hela prognosperioden. Det innebär en kraftfull stimulans för den svenska ekonomin. Innan fler åtgärder vidtas finns det därför skäl att utvärdera effekterna av de åtgärder som hittills vidtagits i ljuset av den information som kommer framöver. Ingves noterade avslutningsvis att diskussionen för närvarande domineras av hur Riksbanken skall hantera penningpolitiken vid rådande kraftiga lågkonjunktur. Eftersom penningpolitiken är framåtblickande är det samtidigt viktigt att inte bortse från de potentiella inflationsimpulser som nu byggs in inför framtiden. Prisimpulser från en svag krona och från höga enhetsarbetskraftskostnader är två sådana faktorer.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** delade den negativa synen på utvecklingen för den svenska ekonomin som den presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Exportberoende ekonomier drabbas hårt då konjunkturen i omvärlden faller så drastiskt som nu. Reporäntan måste sänkas så mycket som det går. På de finansiella marknaderna kan en viss stabilisering noteras. Under det första kvartalet i år var emissionerna av obligationer lika stora som under motsvarande kvartal 2007, statsgaranterade emissioner oräknat. Det är långt ifrån normala nivåer, men kreditmarknaden i Sverige fortsätter att fungera.

När det gäller konjunkturutvecklingen ville Nyberg påpeka att ekonomin stimuleras på ett förhållandevis kraftfullt sätt i Sverige jämfört med många andra länder. För det första bidrar försvagningen av den svenska kronan till att öka efterfrågan på svenska exportvaror. Det är ingen oväsentlig stimulans med tanke på hur mycket kronan deprecierat. För det andra har bostadsfinansieringen i Sverige en hög andel med kort bindningstid. Därmed får räntesänkningar ett snabbt genomslag på hushållens inkomster och kan bidra till att hålla uppe efterfrågan. Det ser man idag inte minst på bostadsmarknaden. För det tredje har företag i Sverige lättare att låna än företag i andra länder. Kreditåttstramningen har trots allt varit relativt begränsad. Banksystemet i Sverige är i grunden sunt även om kreditförlusterna kommer att öka i den kommande konjunkturfasen. För det fjärde är finanspolitiken expansiv jämfört med andra OECD-länder

Nyberg tog upp frågeställningen om hur det finansiella systemet påverkas av en reporäntnivå på 0,25 procent. Finns det till och med en risk att systemets funktion allvarligt försämrats vid en så låg räntnivå? Det är svårt att bedöma, men uppenbarligen blir funktionen sämre när ränteläget närmar sig noll. Eftersom det är av stor vikt att handeln på den korta marknaden upprätthålls kan det vara klokt att hålla ett rimligt säkerhetsavstånd.

Nyberg bedömde dessutom, i likhet med Wickman-Parak, att det i praktiken inte var så viktigt om reporäntan sänktes till 0,50 eller 0,25 procent. Ränteförändringar ska ju fungera i första hand genom att påverka efterfrågan i samhället. Det är tveksamt om en extra kvartsprocent i detta konjunkturläge skulle öka vare sig företagets investeringar eller hushållens konsumtion annat än mycket marginellt. Sannolikt spelar snarare bristen på efterfrågan en dominerande roll för investeringsbesluten och osäkerheten om framtiden en lika framträdande roll för konsumtionsbesluten. Nyberg menade att det kunde vara lämpligt att stanna vid en sänkning till 0,50 procent. För att om möjligt minska osäkerheten om framtiden är det dock viktigt att kommunicera att reporäntan ska ligga kvar på denna nivå under en längre tid, såvida inte utvecklingen blir klart bättre än förväntat. Därför är den föreslagna räntebanan denna gång en särskilt viktig del av det penningpolitiska budskapet, menade Nyberg.

Riksbanken kan vidta ytterligare åtgärder förutom att sänka reporäntan. Det som ligger närmast till hands är att som flera ledamöter redan nämnt köpa statsobligationer eller bostadsobligationer, men det är inte aktuellt att ta beslut om detta i dag. Andra länder, som börjat tillämpa sådana åtgärder, har haft svårare att stimulera ekonomin med traditionell finans- och penningpolitik. Ska Riksbanken tillämpa kvantitativa åtgärder av detta slag fordrar det en fortsatt diskussion. Det är oklart hur de påverkar den svenska ekonomin. I Sverige är kreditmarknaden utanför banksystemet relativt liten i internationell jämförelse. Det viktigaste Riksbanken kan göra för att minska effekterna av konjunkturedgången, nu när räntan nalkas botten, är sannolikt att bidra till att bankerna kan fortsätta att låna ut pengar till rimliga räntor. Här sammanfaller det penningpolitiska målet med målet att upprätthålla finansiell stabilitet.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** menade att man som Lars Svensson förordar kan överväga att sänka reporäntan ytterligare någon eller ett par tiondels procent. Det råder en stor samstämmighet inom direktionen att reporäntan bör sänkas så långt ned som möjligt. Men man måste beakta att de problem som kan uppstå på olika marknader när räntan kommer ner på så här låga nivåer kan vara betydande och då måste det bli en avvägning mellan för- och nackdelar med att gå längre. Det är en fråga som måste studeras ytterligare inför nästa penningpolitiska beslut. Dessutom skulle det inte göra så stor skillnad om reporäntan sänktes ytterligare någon tiondel och i synnerhet inte om den sänkningen kommer nästa gång i stället för i dag.

Det som är viktigt är att Riksbanken markerar att reporäntan kommer att vara låg under en längre tid och det görs också med dagens beslut. Hur länge den bör ligga på en låg nivå är naturligtvis svårt att avgöra. Och ju längre bort i tiden desto osäkrare blir bedömningen. Reporäntan 2011 är idag mycket svårt att uttala sig om. Den kommer att vara beroende av vilken utveckling som då förväntas under 2012 och 2013. Det är också en fråga om vilket förtroende Riksbankens ränteprognoser åtnjuter. Om de inte är trovärdiga får de inte de effekter som man kan få fram i modellberäkningar.



Öberg betonade vidare att det finns gränser för vad den ekonomiska politiken förmår när det gäller att mildra konsekvenserna för den svenska ekonomin av en så kraftig och global konjunkturedgång som den nuvarande. För finanspolitiken sätts gränserna av vad man bedömer vara förenligt med en långsiktigt hållbar utveckling av de offentliga finanserna. För den traditionella penningpolitiken sätts gränsen av att det finns ett golv under vilken reporäntan inte kan sänkas. Man kan inte undvika en lågkonjunktur, men man kan mildra djupet i nedgången.

Men det finns som flera kollegor i direktionen har påpekat möjligheter att tillgripa otraditionella åtgärder för att stötta ekonomin om det skulle visa sig att utvecklingen blir betydligt sämre än vad som nu förutses. Riksbanken är redan igång med att utöka kretsen av motparter för sina penningpolitiska operationer ytterligare. Det som ligger närmast till hands därefter är att ytterligare förlänga lånekontrakten i den korta utlåningen till bankerna och att med olika medel få ner även längre räntor på olika delmarknader.

Det bör understrykas att det behövs ett genomarbetat underlag innan det tas beslut om otraditionella åtgärder. Det krävs ett underlag som redovisar för- och nackdelar med åtgärder av detta slag. Därtill bör man analysera erfarenheterna från andra länder som redan har börjat tillämpa sådana. Dessutom behöver man överväga i vilka fall det är Riksbanken som är bäst lämpad att genomföra åtgärden eller om det är en uppgift för en myndighet under regeringen, som är fallet när det gäller köpen av företagscertifikat i Norge. När penningpolitiken närmar sig otraditionella åtgärder glider den ihop med såväl finanspolitiken som åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** betonade att man inte ska överdriva möjligheten att påverka förväntningar om den framtida reporäntan via reporäntebanan. Hon höll även med Öberg om att penningpolitiken har begränsningar. Den kan inte hindra att en djup och snabb konjunkturedgång i vår omvärld slår in över Sverige men den kan mildra effekterna. Bli den internationella nedgången långvarig töms penningpolitikens möjligheter successivt ut. Allt kan därmed inte hänga på penningpolitiken.

Vad gäller genomförandet av okonventionella åtgärder frågar sig många aktörer och bedömare vad Riksbanken ska göra nu när reporäntan närmar sig noll procent. Wickman-Parak ville i sammanhanget betona att Riksbanken redan vidtar omfattande åtgärder genom att tillföra banksystemet likviditet. Dessa åtgärder fortlöper så länge det behövs. Lite längre fram i tiden kan det vara nödvändigt att genomföra andra åtgärder om det behövs. Som Öberg redan nämnt kan man lära av de länder som redan börjat genomföra denna typ av åtgärder såsom USA och Storbritannien. Dessa länder är dock i en annan situation än Sverige. Till exempel är budgetunderskotten i dessa länder betydligt större än i Sverige. Företagen i dessa länder är också mer beroende av marknadsfinansiering medan det i Sverige är bankerna som är den viktigaste finansieringskällan.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** betonade på nytt vikten av att en låg reporäntebana blir trovärdig. Om allmänheten och andra ekonomiska aktörer tror på reporäntebanan förbättras förmågan att påverka ekonomin genom förändringar av reporäntan. Med existerande metoder att skatta ränteförväntningar med hjälp av terminsräntor och med det nya RIBA-kontraktet (Riksbank repo rate futures) kan man få god information om huruvida marknaderna tror på reporäntebanan eller inte.

Vad kan man göra för att skapa trovärdighet för en reporäntebana med låg ränta under utsträckt tid? Man vill ju skapa trovärdighet för att man ska föra en mer expansiv penningpolitik längre fram. Hur kan man göra det? Jo, det gäller för Riksbanken att utfästa sig att föra en politik längre fram i tiden som ger en högre inflation, över inflationsmålet, och att göra trovärdigt för allmänhet och marknad att Riksbanken verkligen kommer att tolerera att inflationen ligger över inflationsmålet. Detta är en del av den pedagogiska utmaning som Svensson nämnde tidigare.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** anknöt även hon till frågan om reporäntebanans trovärdighet. Hon lyfte fram att detta är en kommunikationsfråga och att det var viktigt att formulera sig noggrant. Om den ekonomiska situationen blir bättre är det viktigt att en högre räntebana motiveras av att den ekonomiska utvecklingen bedöms bli bättre än vad som nu prognostiseras. I anslutning till frågan om penningpolitikens eventuella begränsningar betonade hon att även finanspolitiken ger en stimulans till ekonomin och därigenom ger penningpolitiken draghjälp. Ekholm höll med Nyberg om att finanspolitiken är mer expansiv i Sverige än i många andra länder tack vare större automatiska stabilisatorer och påpekade att ett bättre statsfinansiellt utgångsläge dessutom kan bidra till att finanspolitikens effekt blir större. Hon menade att det idag inte är läge att ta beslut om alternativa penningpolitiska åtgärder men att det förstås är viktigt att det finns beredskap att göra det framöver om situationen skulle kräva detta.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** hade synpunkter på Svenssons kommentarer att det i nuläget handlar om att få upp inflationsförväntningar till nivåer som ligger över inflationsmålet. Det är tveksamt om Riksbanken kan påverka inflationsförväntningarna på det sätt som den finner önskvärt i olika situationer. Om inflationsförväntningarna ändå stiger till dessa nivåer, som alltså överstiger inflationsmålet, kan detta leda till problem längre fram. Antag att inflationsförväntningarna ligger en bra bit ovanför målet under ett par års tid och en inflation över målet också realiserar. Är det då så säkert att inflationsförväntningarna därefter åter förankras kring 2 procent? Det skulle finnas en risk att mycket av det förtroende för inflationsmålet som mödosamt etablerades under 1990-talet urholkas.

**Stefan Ingves** avslutade med att konstatera att diskussionen om alternativa åtgärder avspeglar att finansiell stabilitet och penningpolitik tycks ha flutit samman under den finansiella krisen. Det är inte alltid Riksbankens sak att hantera de alternativa åtgärder som förbättrar de finansiella marknadernas funktionssätt. Det är viktigt att i detta läge tänka igenom den finansiella strukturen i Sverige och hur man vill att den ska se ut framöver. Åtgärderna styr till en del hur den finansiella sektorns struktur kommer att se ut när Sverige går ur krisen. Ingves delade Öbergs syn att man noga bör överväga vem som gör vad inom den offentliga sektorn och att det inte är uppenbart att Riksbanken ska åta sig alla uppgifter som har med kreditförsörjningen att göra. Slutligen gjorde Ingves bedömningen att åtgärder för att söka påverka växelkursen, utöver vanlig penningpolitik, inte var aktuellt med den flytande växelkurs som Sverige har.

**Stefan Ingves** sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Den försämrade ekonomiska utvecklingen i världen drabbar Sverige hårt. Exporten föll kraftigt mot slutet av förra året. Läget på arbetsmarknaden har försämrats snabbt och hushållens konsumtion har utvecklats svagt. De senaste månadernas utfall och förtroendeindikatorer tyder på att

nedgången i konjunkturen blir ännu djupare än den bedömning som Riksbanken gjorde i februari.

För att motverka att produktion och sysselsättning blir alltför svag och för att klara inflationsmålet på 2 procent behövs en lägre reporänta och räntebana. Räntan väntas ligga kvar på en låg nivå till början av 2011. Men när reporäntan är på så låga nivåer måste man väga in att det kan få negativa effekter på hur de finansiella marknaderna fungerar. Skulle konjunkturen försämrats mer än väntat framöver har Riksbanken möjlighet att vidta andra åtgärder.

I takt med att det globala finansiella systemet börjar fungera bättre ökar efterfrågan från omvärlden och i Sverige. Den låga reporäntan och de finanspolitiska åtgärder som vidtas bidrar också till återhämtningen. Samtidigt stimulerar den svagare kronan ekonomin. BNP-tillväxten väntas bli positiv men låg 2010. Arbetsmarknaden släpar efter och sysselsättningen börjar inte stiga förrän under 2011.

Inflationen mätt med konsumentprisindex, KPI, faller mycket snabbt under 2009. Det beror till stor del på Riksbankens snabba räntesänkningar under slutet av 2008 och början av 2009. Om effekterna av förändrade bostadsräntor utesluts utvecklas inflationen mer stabilt och ligger nära målet på 2 procent under större delen av prognosperioden. Att inflationen hålls uppe beror på låg produktivitet och den svaga kronan.

Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

## § 4. Penningpolitiskt beslut

Ordförande konstaterade att det förelåg förslag att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter och förslag om att sänka reporäntan med 0,75 procentenheter.

Direktionen beslutade efter omröstning

att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A

att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen tisdagen den 21 april kl 9:30,

att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter till 0,50 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 22 april 2009,

att sänka utlåningsräntan till 1,00 procent respektive inlåningsräntan till 0,00 procent med tillämpning från och med den 22 april 2009,

att tisdagen den 21 april 2009 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 42 2009, protokollsbilaga B, samt

att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 5 maj kl 9:30.

Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet och förordade en sänkning av reporäntan till 0,25 procent och en reporäntebana där reporäntan hålls på denna låga nivå en längre tid, några kvartal in i 2011. En sådan reporäntebana innebär en bättre avvägd penningpolitik med högre resursutnyttjande och lägre arbetslöshet utan att inflationen avviker för mycket från målet.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

Karolina Ekholm

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg