



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2009-07-01

MÖTESTID: 09.00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Kai Barvell
Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Heidi Elmér
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Andreas Johnson
Anna Lidberg (§1)
Tomas Lundberg
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman (§1)
Mattias Persson (§1)
Olof Sandstedt (§1)
Lena Strömberg (§1)
Åsa Sydén
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Andreas Johnson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av penningpolitiskt protokoll under § 1, 2, och 3.

Lena Strömberg från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten. Den så kallade 3-månaders basis-spreaden, som är ett ofta använt mått på marknadens värdering av kredit- och likviditetsrisker, har minskat något i omvärlden och ligger nu på samma nivåer som innan den mest akuta krisen började i september förra året. Möjligheterna för företag att finansiera sig på kapitalmarknaden har förbättrats, men skillnaderna i avkastning mellan

företagsobligationer och statsobligationer ligger fortfarande på höga nivåer. I Europa har emissionerna av säkerställda obligationer ökat samtidigt som emissionerna av statligt garanterade obligationer har minskat i samma storleksordning, vilket kan tolkas som en förbättring i kreditmarknadernas funktion. I Sverige upplever de svenska bankerna att upplåning genom utgivning av säkerställda obligationer fungerar bra men alltså är dyrare än innan krisen.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan mötet med direktionen den 16 juni. Avkastningskurvorna i såväl Sverige som i omvärlden har förskjutits nedåt. Kronan har försvagats och därefter åter stärkts till ungefär samma nivå. Såväl prissättningen av finansiella instrument som enkäter till marknadsaktörer tyder på att reporäntan förväntas ligga kvar på 0,50 procent efter dagens möte. Längre lån till banker med fast ränta antas vara en möjlig åtgärd som Riksbanken kan komma att vidta.

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 bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige hade diskuterats vid ett möte med direktionen den 16 juni. På ett möte den 17 juni presenterades alternativa scenarier.

Sedan det senaste penningpolitiska mötet i april har nivån på BNP i Sverige fjärde kvartalet 2008 reviderats ned. Utgångsläget inför 2009 var därmed sämre än vid bedömningen i april. Prognosen för BNP-tillväxten i Sverige 2009 har reviderats ned med 0,8 procentenheter. Tillväxten under 2010 bedöms bli låg och prognosen för arbetslösheten har reviderats upp något till 11 procent i slutet av 2010. Flera konjunkturindikatorer har vänt upp de senaste månaderna men från mycket låga nivåer.

Resursutnyttjandet blir lägre än normalt under hela prognosperioden. Inflationen hålls dock uppe till följd av en svag produktivitet och en svag krona. Prognosen för inflationen har endast reviderats marginellt sedan april. KPI-inflationen väntas falla till -0,2 procent helåret 2009 för att sedan stiga till nivåer på över 3 procent mot slutet av prognosperioden. De stora kasten i KPI-inflationen kan förklaras av att de stora förändringarna i reporäntan under prognosperioden påverkar bostadsräntorna som ingår i KPI. Inflationen mätt med KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, bedöms dock ligga nära 2 procent under större delen av prognosperioden.

Prognoserna för reporäntan i utkastet till penningpolitisk rapport bygger på att reporäntan sänks till 0,25 procent och att reporäntan förväntas ligga kvar på denna nivå under en längre tid. Bedömningen är att det är möjligt att sänka reporäntan till 0,25 procent utan att de finansiella marknadernas funktions sätt eller inflationsmålet hotas. Den svaga ekonomiska utvecklingen motiverar en något mer expansiv penningpolitik än i april. Reporäntebanan har därför justerats ned något för den resterande delen av 2009 och för 2010 men är oförändrad för 2011.

Reporäntebanan innebär att reporäntan med stor sannolikhet kommer att börja höjas under det tredje kvartalet 2010. Att reporäntan bedöms behöva höjas under hösten 2010 i likhet med prognosen i april, trots att prognosen för resursutnyttjandet reviderats ned och inflationsprognosen i stort sett är oförändrad, är en penningpolitisk bedömning. Å ena sidan behöver reporäntan vara låg länge för att stimulera realekonomin. Å andra sidan behöver

den så småningom höjas för att inte inflationen ska bli för hög. Anders Vredin klargjorde också att reporäntebanan skall tolkas som en väntevärdesprognos, det vill säga att sannolikheten bedöms vara lika stor för att reporäntan framöver kommer att hamna under som över banan.

Läget på de finansiella marknaderna är fortfarande inte fullt normalt. För att förbättra möjligheterna att penningpolitiken får avsedd effekt föreslås att Riksbanken lånar ut 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta med 12 månaders löptid. Detta bör bidra till lägre räntor på lån till företag och hushåll.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i den bild av den internationella utvecklingen som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Det vi går igenom nu är en global finanskris följt av en ovanligt djup lågkonjunktur. I många länder kommer det att ta lång tid att nå upp till samma produktionsnivå som innan krisen startade. Det beror främst på att tillgångspriser har sjunkit kraftigt och att både privata och offentliga aktörer kommer att behöva anpassa sina balansräkningar till lägre förmögenheter och inkomster.

Öberg påpekade dock att det också finns positiva tecken. Ett sådant är att Riksbanken i stort sett har slutat revidera ner prognoserna. Sedan september i fjol har Riksbanken successivt reviderat ner prognoserna för tillväxten i världen 2009 från cirka 4 procent till cirka -1 procent. Nu görs istället bara en mindre nedrevidering.

Ett annat positivt tecken är att indikatorer i flera länder har bottnat eller börjat stiga från mycket låga nivåer. OECD:s konjunkturindikatorer ser ut att ha bottnat för stora länder som USA, Japan och Tyskland, medan de har börjat stiga i euroområdet som helhet, i Kina och i Indien. Men det syns ännu inte någon vändning i länder som Ryssland och Brasilien. Världsbankens senaste prognos pekar också på stora problem i många utvecklingsländer.

Ett tredje positivt tecken är att farhågorna för deflation har dämpats. Inflationen är låg och kan till och med bli negativ vissa månader i år, i både USA och Europa. Inflationen förväntas dock bli positiv nästa år. Inflationsförväntningarna på fem och tio års sikt som de mäts på finansmarknaderna i USA, den så kallade break-even-inflationen, var i början av året nära noll, men har nu stigit igen till över 2 procent. Oljepriser och andra råvarupriser har också stigit de senaste månaderna.

Öberg framhöll att han vid de penningpolitiska mötena under det senaste dryga året gjort bedömningen att riskerna på nedsidan dominerat över riskerna på uppsidan. Det har alltså varit mer troligt att BNP-tillväxten skulle bli lägre än i huvudscenariot än att den skulle bli högre. Utvecklingen har också varje gång blivit sämre än i huvudscenariot.

Men Öberg menade att det nu känns som att riskerna är mer balanserade. Det finns fortfarande en risk att utvecklingen blir sämre än förväntat. Återhämtningen efter finanskrisen kan ta längre tid än beräknat. Men det finns också en möjlighet att det vänder uppåt snabbare än förutsett om den expansiva finans- och penningpolitiken får ett starkt genomslag och förtroendet hos hushåll och företag stärks.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förklarade att han delar den syn på omvärlden som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport och ville inleda med att tala om de gröna

skott som för närvarande diskuteras bland ekonomer och vad man i det sammanhanget kan lära sig av historien. Den viktigaste lärdomen är att inte upphöra med expansiv penning- och finanspolitik för tidigt. Christina Romer som är ordförande i president Obamas ekonomiska råd påtalade nyligen i en artikel i tidskriften *The Economist* att den amerikanska ekonomin återhämtade sig snabbt under åren efter 1933 men penning- och finanspolitiken stramades åt 1936 och förorsakade en onödig recession 1937-38. Paul Krugman har pekat på hur man i Japan upplevde ett uppsving 1996, varpå man införde en restriktiv finanspolitik och på nytt hamnade i en långvarig recession. Lärdomen är alltså att man bör vara väldigt försiktig med att upphöra med en expansiv penningpolitik för tidigt, när det börjar se bättre ut. Risker om penningpolitiken blir fel är nämligen asymmetrisk när räntan är nära noll. Om penningpolitiken blir för expansiv är det lätt att korrigera senare genom att höja reporäntebanan tillräckligt, men om penningpolitiken blir för kontraktiv är det svårt att korrigera senare, eftersom reporäntebanan inte kan sänkas särskilt mycket.

Svensson påminde också om att det ju varit ganska mycket diskussion om växelkursen, vad som bestämmer den, varför kronan är svag och om den kommer att stärkas. Han pekade på att det finns ett intressant resonemang i pressmeddelandet från IMF:s Artikel IV-delegation när denna nyligen avslutade sitt arbete i Sverige. Efterfrågan på all export i världen har fallit mycket. Svensk export har en större andel investeringsvaror och varaktiga konsumtionsvaror än genomsnittet och efterfrågan på dessa varor har fallit mer än genomsnittet. Efterfrågan på svensk export har därför fallit mer än genomsnittet och det är därför rimligt att relativpriset på svensk export faller. Detta sker delvis genom en krondepreciering. Enligt detta resonemang är deprecieringen således ett jämviktsfenomen och det sätt som Sveriges bytesförhållande ("terms of trade"), det vill säga förhållandet mellan export- och importpriser, anpassas till de nya efterfrågeförhållandena. Hur länge kronan fortsätter att vara svag beror då på vad som händer med efterfrågan på svensk export. Efterfrågan på investeringar och varaktiga konsumtionsvaror kan mycket väl halka efter om det blir en uppgång i världshandeln. Detta resonemang vidgar perspektivet på växelkursen, dess bestämning och framtida rörelser.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** delade synen på utvecklingen i omvärlden i utkastet till penningpolitisk rapport. Det finns tecken på återhämtning i delar av världen. Dessa är tydligast i Asien där flera av länderna får draghjälp av Kina. I USA finns tecken på en förbättring av läget på de finansiella marknaderna. Än så länge finns dock inga tydliga indikationer på en realekonomisk återhämtning. Det ser fortfarande mörkt ut i de delar av omvärlden där Sveriges viktigaste handelspartner finns, framför allt i Europa och i USA. Ekholm påpekade även att Sverige inte gynnas lika mycket av en återhämtning i Asien.

Ekholm menade att det fanns flera frågetecken kring den realekonomiska utvecklingen i USA. Det är oklart hur effektiva de finanspolitiska stimulanserna blir när de offentliga finanserna försvagas kraftigt. Det finns liknande problem i delar av Europa, särskilt i Storbritannien. Dessutom sker det i USA en korrigering i riktning mot ökat sparande. Denna kommer åtminstone under en period att hålla nere tillväxten i den privata konsumtionen. Korrigeringen är välbehövlig för att motverka de stora globala makroekonomiska obalanser som vissa menar har varit en starkt bidragande faktor till den finansiella krisen och den lågkonjunktur vi nu befinner oss i. Ur hushållens synvinkel handlar det om att anpassa sina balansräkningar i ett läge där förmögenheten minskat till följd av fallande huspriser. Men utvecklingen kan också innebära att efterfrågan på en för Sverige viktig exportmarknad

växer relativt långsamt under kanske en ganska lång tid framöver. Ekholm framhöll även att osäkerheten kring prognosen är hög.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att tala om den finansiella utvecklingen i omvärlden. Sedan det senaste penningpolitiska mötet i april har förhållandena på de internationella finansiella marknaderna väsentligt förbättrats. Till en del beror detta på att centralbankerna i USA, Storbritannien och Europa på olika sätt stöttat de finansiella systemen. Men viljan att ta risk bland privata investerare har också ökat markant. Volymerna emitterade aktier och obligationer under årets första fyra månader har på flera marknader varit väsentligt högre än normalt. Under de senaste veckorna har intresset ökat även för sådana högriskpapper som i stort sett varit uteslutna från marknaden sedan hösten 2008 eller ännu längre. Det här är mer än gröna skott. Nyberg menade att man kan börja tala om en varaktig vändning.

Att kreditmarknaden lättat är positivt, men det löser inte nödvändigtvis bankernas problem. Många banker betraktas fortfarande av investerarna som mer riskfyllda än sina egna kunder och bankerna får alltså betala mer för sin upplåning på marknaden än vad kunderna behöver göra. I den mån kunderna är stora nog att ha tillgång till kapitalmarknaderna kan de alltså låna billigare än bankerna. Att investerarna kräver mer betalt av bankerna beror naturligtvis på osäkerheten kring kommande kreditförluster i spåren av den kraftiga konjunkturavmattningen. Här är skillnaden mellan olika banker betydande. Resultatet blir dock att mindre och medelstora företag, som är beroende av bankerna, kan få svårigheter med sin finansiering. I Europa, Storbritannien inkluderat, där stora kreditförluster fortfarande förväntas, är detta ett problem. Bankerna kommer att behöva betydande kapitaltillskott för att kunna förse samhället med krediter i den kommande konjunkturuppgången. I Sverige ser bilden annorlunda ut, men det ville Nyberg återkomma till senare.

Centralbankerna i bland annat USA, Storbritannien och Europa har alla gjort betydande insatser för att stabilisera banksystemen genom att förse dem med likviditet. I takt med att konjunkturen snabbt försämrats och styrräntorna närmast sig noll har man också i penningpolitiskt syfte injicerat likviditet i systemen genom att köpa statspapper och andra marknadsnoterade tillgångar. Åtminstone när det gäller åtgärderna för den finansiella stabiliteten börjar nu en diskussion föras om hur dessa ska trappas ned. I praktiken kan det dock vara svårt att avgöra vilka likviditetsstödjande åtgärder som är motiverade av hänsyn till finansiell stabilitet och vilka som är penningpolitiska. Kanske är detta inte heller alltid vare sig nödvändigt eller meningsfullt. Hur som helst så finns det i marknaden en skepsis till om centralbankerna kommer att kunna avveckla åtgärderna - och höja styrräntorna - i tillräckligt snabb takt för att åtgärderna inte ska bli inflationsdrivande i den kommande konjunkturuppgången. Det finns också en oro för hur de stora budgetunderskott som krisen genererat i många länder, inte minst i USA, ska kunna finansieras på marknaden. Denna skepsis och oro tenderar att på sikt driva upp de internationella räntorna på obligationer med längre löptid, även om utvecklingen under de senaste dagarna varit den motsatta.

Om alla de unikt kraftfulla finanspolitiska och penningpolitiska åtgärder som vidtagits världen över räcker för att hejda den unikt snabba och stora konjunkturedgång vi nu upplever återstår att se. Men att man börjar fundera över hur åtgärderna ska avvecklas ska naturligtvis ses mot bakgrund av de allt fler och allt tydligare tecknen på att vi nalkas en vändning. Förväntningsvariabler har utvecklats positivt ett antal månader på många håll i världen och det snabba fallet i industriproduktionen har bromsats upp, delvis till följd av att

lagren gradvis tömts. Börserna har varit förvånansvärt positiva. Nyberg betonade att han i allt väsentligt delar den syn på den internationella utvecklingen som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. I USA har de reala priserna på bostäder fallit med en tredjedel och ligger nu på samma nivå som vid millennieskiftet, vilket borde tyda på att vi nalkas botten i den marknad där krisen tog sin början. Men arbetslösheten kommer att fortsätta att stiga under en lång tid ännu och det finansiella systemets brist på kapital riskerar att försena den kommande uppgången internationellt.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att instämma i Nybergs beskrivning av stabiliseringen på de finansiella marknaderna. Förtroendet för finansmarknaderna har börjat återkomma och det är en viktig förutsättning för en återhämtning i realekonomin.

Wickman-Parak delade synen på nuläget i omvärldskonjunkturen såsom den förmedlas i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Där beskrivs hur BNP i de flesta industriländer fortfarande föll kraftigt under första kvartalet. Inte minst drabbades det för svensk export viktiga euroområdet. Där föll BNP betydligt mer än beräknat i prognosen i april. Men i beskrivningen förmedlas också positiva tecken; världshandeln har stabiliserats, fallet i den amerikanska ekonomin dämpas och i de asiatiska tillväxtländerna syns tecken på en förstärkning av ekonomin. Genomgången visar också att de framåtblickande indikatorerna börjat röra sig uppåt även om de fortfarande ligger på låga nivåer.

Wickman-Parak framhöll att hon vid de två senaste penningpolitiska mötena pekat på att möjligheterna till att tillväxten både i vår omvärld och i Sverige skulle kunna bli bättre än förväntat. Det har handlat om utvecklingen mot slutet av 2009 och 2010. Wickman-Parak riktade då speciell uppmärksamhet mot USA och bostadsmarknaden med de olika tecken på stabilisering som kunde utläsas där. Hon ville inte upprepa sina argument men konstaterade att anpassningen fortsatt. Wickman-Paraks bedömning var att bostadsinvesteringarna om något kvartal kommer att ge ett betydande bidrag till tillväxten. Också lageranpassningen har fortsatt och produktionen borde börja öka senare i år. Orderingången har slutat falla sedan årsskiftet. Indikatorn för orderingången i inköpschefsindex har stigit stadigt sedan årets början och produktionsindikatorn har följt efter.

Wickman-Parak påpekade att hon skulle ha kunnat ta upp fler positiva tecken från USA. Istället ville hon tillägga att man inte ska glömma bort att nästa år innebär stora stimulansåtgärder i form av strukturinvesteringar. Dessa bör bidra till att hjälpa upp situationen på arbetsmarknaden där för övrigt sysselsättningsfallet har bromsat upp något.

Situationen i euroområdet ser mycket dystert ut och Wickman-Parak delade huvudscenariots prognos att euroområdets tillväxt kommer att komma igång senare än i USA. Men som konstateras i utkastet till den penningpolitiska rapporten har de framåtblickande indikatorerna rört sig uppåt även där.

Wickman-Parak menade att det inte råder någon tvekan om att vi fortfarande befinner oss i en djup svacka. I en sådan situation är det lätt att avfärda positiva tecken med beteckningar som "gröna skott", underförstått att de lika gärna kan vissna bort som att ta sig. Wickman-Parak framhöll ändå att det faktum att förtroendeindikatorerna börjat röra sig åt rätt håll på bred geografisk front är en viktig signal när man befinner sig i en kris som karakteriserats av just avsaknad av förtroende, både på finansmarknaderna och bland företag och hushåll.

Aktiebörsen är i sig ingen tillförlitlig värdemätare på konjunkturutsikterna. Wickman-Parak framhöll dock att om de positiva tecknen, som hon tror, växer sig starkare och börjar ge utslag i utfallsdata så kan det innebära att börsen stärks på ett mer bestående sätt. Det stärker i sin tur hushållens balansräkningar och underlättar för företagen att anskaffa kapital.

Under en lång period har vi fått uppleva hur den finansiella krisen slagit hårt mot den reala ekonomin. Nu har det lättat på de globala finansiella marknaderna och bättre realekonomiska förhållanden bör i sin tur påverka finansmarknaderna positivt; både faktiska och förväntade kreditförluster minskar.

Många länder har drabbats hårt och världshandeln har minskat dramatiskt. Förtroendeindikatorerna har bottnat eller stiger i stort sett överallt. Vissa länder har dock kommit längre än andra. Man ska inte underskatta den kraft som kan ligga i uppgången när fler och fler länder återhämtar sig och börjar uppvisa tillväxt.

Men det finns också återhållande krafter i tillväxtprocessen. Det stora bortfallet i efterfrågan har lett till att resursutnyttjandet ligger mycket lågt och det innebär nog att investeringarna börjar öka först när produktionsuppgången pågått en längre tid än vanligt. En viktig del av efterfrågan kommer alltså att sacka långt efter i konjunkturförloppet. Det i sin tur innebär att man förmodligen inte ska vänta sig ett starkt uppsving i tillväxten.

Wickman-Parak avslutade med att redogöra för sin sammantagna bedömning. Tillväxten i omvärlden börjar vända uppåt i slutet av innevarande år och under loppet av 2010 blir den starkare än i huvudscenariot. Det är inte en optimistisk prognos utan en prognos med en ganska modest uppgång. Men den ligger närmare det alternativscenario med högre internationell tillväxt som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Svante Öberg konstaterade att det bland direktionens ledamöter fanns ett brett stöd för den syn på utvecklingen i omvärlden som uttrycks i utkastet till penningpolitisk rapport. Ledamöterna ser alla en tydlig förbättring på de finansiella marknaderna. Däremot finns nyansskillnader i synen på den realekonomiska utvecklingen, framförallt på lite längre sikt.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde diskussionen med att påpeka att när det gäller den undre gränsen för reporäntan behöver man skilja på vad som är möjligt och vad som ur penningpolitisk synvinkel är önskvärt. När det gäller hur låg ränta som är möjlig har det uppstått något av en nollräntemystik som överbetonat problem med nollränta. Nollränterestriktionen gäller inte finansiella marknader utan de kan hantera negativa räntor om det behövs. Det är de relativa priserna mellan finansiella tillgångar som spelar roll. Räntor är bara ett sätt att uttrycka relativpriser, priset i dag på kronor i morgon. Om man tänker sig en 12-månaders statsskuldväxel på nominellt 100 000 kronor, så är det ingen fundamental skillnad på om den idag har ett pris på 99 000, 100 000 eller 101 000 kronor, vilket innebär en nominell ränta på ungefär 1, 0 eller -1 procent. Det är alltså i och för sig inget konstigt med räntor som är negativa. Dessutom är det ju realräntor och inte nominella räntor som är viktiga för ekonomiska beslut. Med 2 procents inflation är det reala priset på 100 tusen reala kronor i ovanstående exempel 101, 102 och 103 tusen kronor, det vill säga

en realränta på -1, -2 eller -3 procent. Bankerna kan också med avgifter i realiteten införa negativa räntor på transaktionskonton.

Det enda skälet till varför nollränta fått sådan uppmärksamhet är att det finns sedlar. Sedlar ger ju nollränta. Om hushåll, företag och investerare tycker att räntan är för låg på sina konton kan de ta ut kontanter från dessa konton och istället hålla stora mängder sedlar, i kassaskåp, resväskor och garderober. Men med hänsyn till hanteringskostnaderna, inklusive brottsförebyggande åtgärder, förvaringskostnader, med mera, ger sedlar en faktisk avkastning som motsvarar en negativ ränta. Den nedre gränsen för räntan beror alltså inte på de finansiella marknaderna utan bestäms av den nivå på räntan vid vilken hushåll, företag och investerare skulle börja hålla riktigt stora volymer i sedlar. Förmodligen kan räntan bli negativ innan detta skulle inträffa, men säkert kan man inte veta var den undre gränsen går. Det är i alla fall möjligt att dra slutsatsen att en styrränta på noll procent inte behöver innebära några problem att tala om, särskilt med tanke på erfarenheterna från Japan, där styrräntan varit 0 och nu ligger på 0,1 procent, från Schweiz med ett mål för tre-månaders Libor-räntan på 0,25 procent och en reporänta på 0,05 procent, och från USA där federal funds rate är begränsad till intervallet mellan 0 och 0,25 procent.

När det gäller vilken räntenivå som ur penningpolitisk synpunkt är önskvärd påminde Svensson om att hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är bestäms av fyra faktorer: marknadens förväntningar om framtida reporäntor, spreadarna mellan marknadsräntor och reporäntan (som ju bestämmer marknadsräntan när reporäntan är nära noll), inflationsförväntningarna (som ju bestämmer den reala reporäntan och den reala marknadsräntan) och den reala växelkursen (som tillsammans med den reala marknadsräntan bestämmer hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är).

När det gäller riskerna för att penningpolitiken blir fel så är dessa risker som sagt asymmetriska. Den stora risken är att penningpolitiken blir för kontraktiv, eftersom detta är svårt att korrigera i efterhand. Med hänsyn till ovanstående fyra faktorer är riskerna nu att marknadens förväntningar om framtida reporäntor blir för höga, att spreadarna blir för stora, att inflationsförväntningarna blir för låga och att kronan blir för stark. Detta synsätt utvecklas för övrigt på ett mycket pedagogiskt sätt i en artikel av Ulf Söderström och Andreas Westermarck om penningpolitik vid nollränta i det senaste numret av Riksbankens kvartalsskrift Penning- och Valutapolitik.

Beträffande risken för att kronan ska bli för stark påminde Svensson om att han tidigare har uttryckt oro för detta och för att Sverige ska råka in i en liknande situation som Schweiz, med stark valuta och deflation. Han menade dock att eftersom kronan har fortsatt att vara ganska svag, på senare tid nära 11 kronor per euro, så är en för stark krona kanske inte en så stor risk nu.

Beträffande risken för att spreadarna blir för stora noterade Svensson vidare att dessa verkar ha stabiliserats så att spreaden mellan interbankränta och förväntad reporänta på 3 månader är omkring 0,50 procentenheter. Den är mindre på kortare löptid. Högre spreadar verkar inte vara någon specifik risk nu och kanske kommer spreadarna istället ner ytterligare. Spreadarna hålls nere med den "credit easing" som Riksbanken ägnat sig åt, det vill säga utlåning på olika löptider till rörlig ränta, och Svensson menade att de åtgärderna bör fortsätta tills vidare.

Beträffande risken för att inflationsförväntningarna blir för låga konstaterade Svensson att inflationsförväntningarna enligt Prospera på 1 års sikt nu ligger på 0,7 procent, och på 2 års sikt ligger på 1,4 procent, det vill säga i genomsnitt 1,05 procent för de närmaste två åren. I april var detta genomsnitt för de första två åren 1,2 procent, så inflationsförväntningarna har fallit något sedan i april. En ekonometrisk analys av inflationsförväntningarna tyder på att de är lägre än vad de brukar vara med hänsyn till den faktiska inflationen, men att avvikelserna i alla fall är mindre än de var i april.

Inflationsförväntningarna är lägre än Riksbankens egen prognos för KPI-inflationen, som nu är 1,2 procent för de första 4 kvartalen och 3,2 för de nästkommande 4 kvartalen, det vill säga med ett genomsnitt på 2,2 procent för de närmaste två åren. Det innebär att inflationsförväntningarna på 1,05 för de närmaste två åren ligger nästan 1,2 procentenheter lägre än Riksbankens inflationsprognos. Gapet mellan inflationsförväntningarna och Riksbankens inflationsprognos har dessutom ökat sedan i april, då det låg på 0,6 procent för de närmaste två åren. För en given reporäntebana medför detta en högre real reporäntebana de närmaste två åren och således en mer kontraktiv penningpolitik än vad som antas i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den återstående risken för att penningpolitiken blir för kontraktiv är att marknadsförväntningarna om den framtida reporäntebanan blir för höga. Svensson poängterade att en av de senaste årens viktigaste insikter från penningpolitisk teori och praktik är att penningpolitiken huvudsakligen, till och med nästan enbart, verkar genom förväntningar om framtida räntor, inflation och realekonomi. Räntesättning och publicering av räntebana påverkar alltså inflation och realekonomi huvudsakligen via de förväntningar om framtida reporäntor som uppstår. Vad reporäntan är de närmaste två månaderna spelar nästan ingen praktisk roll alls. Istället är det vad företag, hushåll och aktörer på de finansiella marknaderna tror om reporäntan de närmaste åren som spelar roll.

Det främsta syftet med att publicera en reporäntebana är ju att påverka hushållens, företagens och marknadens förväntningar om den framtida reporäntebanan, som den tidigare direktionsledamoten Irma Rosenberg förklarade i tal 2007 i samband med att räntebanan introducerades. Det blir då mycket viktigt i vilken utsträckning marknadsförväntningarna faktiskt anpassas till den publicerade reporäntebanan. Svensson hänvisade till en uppsats han skrivit om detta i ett tidigare nummer av Penning- och Valutapolitik och till uppdaterade diagram och data i bilder på hans hemsida. Fram till och med februari 2009 hade reporäntebanan hög trovärdighet, i den meningen att marknadsförväntningarna efter publiceringen överensstämde ganska bra med reporäntebanan. I många fall var förväntningarna redan innan publiceringen i linje med reporäntebanan, vilket är ett gott betyg till marknadens förmåga att förutsäga och förstå penningpolitiken och Riksbankens förmåga att föra en förutsägbar politik.

Det stora undantaget är april 2009. Då förväntade sig marknaden en sänkning av reporäntan till 0,25 procent. Det blev en sänkning till 0,50 procent. Sedan dess har marknaden förväntat sig en reporäntebana som efter några kvartal ligger betydligt över den publicerade reporäntebanan. Så har det sett ut från den första dagen efter publiceringen. Den publicerade reporäntebanan i april har alltså mycket låg trovärdighet, och Riksbanken har misslyckats med att få reporänteförväntningarna att hamna i linje med reporäntebanan.

Svensson frågade sig vad skälet till detta misslyckande är och menade att hans egna funderingar och samtal med marknadsaktörer har fått honom att dra slutsatsen att den bästa förklaringen är att Riksbankens kommunikation varit motstridig vid och efter det penningpolitiska mötet i april. De prognoser som Riksbanken publicerar är alla väntevärdesprognoser, inklusive reporäntebanan, som vi tidigare hörde. I enlighet med detta brukar Riksbanken betona att reporäntebanan är en prognos, inte ett löfte. Den framtida reporäntan kan bli såväl högre som lägre än reporäntebanan. Men den penningpolitiska uppföljningen och protokollet från april har tolkats av många som att 0,50 procent var ett minimum för reporäntan och således ett löfte om att den inte skulle bli lägre. Dessutom har uttalanden från några direktionsledamöter tolkats som att reporäntan kan komma att höjas tidigare än vad som indikeras av den publicerade reporäntebanan. Under sådana omständigheter är det inte förvånande om Riksbanken misslyckas med att få trovärdighet för reporäntebanan.

Om det föreligger en skillnad mellan den reporäntebana som Riksbanken publicerar och den som marknaden förväntar sig så är det den förväntade som gäller. Det är den förväntade reporäntebanan som via spreadarna påverkar vad de faktiska marknadsräntorna på olika löptider blir och som således påverkar realekonomin. Allt annat lika så innebär en förväntad bana som är högre än den publicerade banan att den faktiska penningpolitiken blir mer kontraktiv än den avsedda. Allt annat lika så blir ju realräntorna högre än de realräntor som finns i utkastet till penningpolitisk rapport. En sann prognos för inflation och resursutnyttjande som tar hänsyn till denna diskrepans blir alltså lägre än den i utkastet till penningpolitisk rapport.

För att analysera konsekvenserna av att marknadsförväntningarna för framtida inflation och/eller reporäntor skiljer sig från Riksbankens prognoser i den penningpolitiska rapporten krävs det att analysapparaten kan hantera icke-rationella förväntningar. Svensson framhöll att det vore önskvärt att avdelningen för penningpolitik utvecklar metoder för att hantera sådana förväntningar, metoder som också kan skilja på faktisk och avsedd penningpolitik.

Det har framförts att de höga reporänteförväntningarna inte behöver vara något problem om de bygger på en mer optimistisk bedömning om ekonomins framtida utveckling. Svensson höll med om att det skulle kunna vara så, om det var så att denna optimistiska bedömning medförde att inflationsförväntningarna var högre. Då skulle inte den faktiska realräntan vara högre. Men, som han påpekade tidigare, de faktiska inflationsförväntningarna är ju lägre än Riksbankens inflationsprognos, inte högre. Därför blir den faktiska realräntan högre, inte lägre, än den som antas i den penningpolitiska rapporten, och den faktiska penningpolitiken blir mer kontraktiv än den avsedda.

Sammantaget var den av marknaden förväntade reporäntebanan i genomsnitt cirka 0,6 procentenheter högre för de första två åren än Riksbankens reporäntebana i april. Samtidigt är inflationsförväntningarna cirka 1,2 procentenheter lägre för de första två åren än Riksbankens inflationsprognos i utkastet till penningpolitisk rapport. Antag att skillnaden mellan förväntad och publicerad reporänta blir lika stor nu i juli. Det betyder då att den reala reporäntebanan i genomsnitt blir cirka 1,8 procent högre under de första två åren än den reala reporäntebana som antas i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Detta är en stor skillnad och betyder att den faktiska penningpolitiken är betydligt mer kontraktiv än den som antas i rapporten. Om man tar hänsyn till detta blir en mer riktig prognos för inflation och resursutnyttjande betydligt lägre än i utkastet till penningpolitisk rapport.

Svensson menade vidare att Riksbanken bör göra vad som är möjligt för att få ned reporänteförväntningarna mot reporäntebanan. Bättre kommunikation skulle vara till hjälp, och då främst ett tydliggörande av att reporäntebanan skall betraktas som en väntevärdesprognos. Det innebär att både höjningar och sänkningar är möjliga och är alltså inte förenligt med ett löfte om att reporäntan inte kommer att sänkas ytterligare. Utlåning på längre löptid med fast ränta är förmodligen också ett effektivt sätt att påverka reporänteförväntningarna.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** framhöll att hennes bedömning av läget inte hade ändrats nämnvärt sedan föregående penningpolitiska möte. Vi befinner oss i en djup lågkonjunktur som medför att resursutnyttjandet är lågt och därmed också inflationstrycket. Det finns en del tecken på att nedgången har bromsat in och att konjunkturen är på väg att vända, men hittills handlar dessa om framåtblickande indikatorer som fångar upp hushålls och företags förväntningar om den framtida utvecklingen. Det finns i publicerad data egentligen ännu inte några tydliga tecken på en vändning.

Ekholm menade att bedömningen från i april att det troligtvis krävs en mycket låg ränta under lång tid kvarstår. Den nya information som tillkommit och som var relevant för Ekholms ställningstagande var att det förmodligen går att sänka reporäntan ytterligare något utan att det uppstår betydande kostnader i termer av störningar på de finansiella marknaderna. Sänkningen från 1 procent till 0,50 procent i april skedde utan att orsaka några mätbara problem och de utredningar som har gjorts av Riksbanken tyder på att en sänkning med ytterligare ett par tiondels procentenheter kan genomföras utan större problem. Ekholm menade att hon av detta skäl ställer sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,25 procent.

När det gäller reporäntebanan menade Ekholm som hon tidigare påpekat att bedömningen att reporäntan kan behöva hållas på denna låga nivå under lång tid fortfarande gäller. Det kan naturligtvis vara så att återhämtningen i världsekonomin går snabbare än vad som ligger i huvudscenariots prognos. Då kommer reporäntan också att behöva höjas snabbare, som redovisas i ett av de alternativa scenarierna. Ekholms bedömning var dock att återhämtningen istället kommer att gå långsamt, i enlighet med rapportens huvudscenario. Hon poängterade samtidigt att även om det skett en normalisering på finansmarknaderna så fungerar dessa fortfarande inte helt normalt och det kan inträffa saker som orsakar nya störningar. Effekterna av de kraftiga finanspolitiska stimulanserna kan också komma att hämmas av försämringen av statsfinanserna.

För Sveriges del kan lågkonjunkturen innebära en strukturomvandling som är mer omfattande än vanligt och som gör att det tar tid innan frigjorda resurser kan sysselsättas igen.

Ekholm påpekade att Sverige trots allt tal om det postindustriella samhället fortfarande i stor utsträckning lever på att sälja fordon och maskiner till konsumenter och företag i andra rika länder. Efterfrågefallet på fordon och investeringsvaror har drabbat Sverige särskilt hårt. På kort sikt är det inte mycket penningpolitiken kan göra åt efterfrågefallet annat än att hålla räntan låg och därmed försöka bidra till att stimulera investeringar och inhemsk konsumtion. Ekholm påpekade vidare att Sverige kan stå inför strukturella förändringar där delar av industrin inte återhämtar sig när konjunkturen väl återhämtar sig. Det kan vara så att efterfrågan på svensk export har fallit på ett mer bestående sätt, vilket som Svensson

påpekade kan leda till ett försämrat bytesförhållande. Det kan också göra att det tar längre tid för de resurser som nu frigörs inom industrin att återigen bli sysselsatta jämfört med vad som normalt är fallet i en lågkonjunktur. De som förlorar jobbet kan ha en kompetens som inte nödvändigtvis kommer att efterfrågas när konjunkturläget förbättras och sysselsättningen ökar igen. Ekholm framhöll att detta kan motivera den negativa syn på arbetsutbudets utveckling som ligger till grund för prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport trots att det skett en hel del reformer på det arbetsmarknadspolitiska området som syftar till att öka arbetsutbudet. Ekholm menade att det är troligt att reporäntan kommer att behöva hållas på en låg nivå under en lång tid framöver.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** ställde sig bakom de prognoser för den svenska ekonomin som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport. Öberg ville därför begränsa sig till att diskutera riskerna i prognosen. Hans bedömning var att riskerna är balanserade både för den internationella och för den svenska utvecklingen.

Den största risken på nedsidan är att återhämtningen efter finanskrisen kan komma att ta längre tid till följd av anpassningen av olika aktörers balansräkningar. För Sveriges del tillkommer att utvecklingen i Baltikum är problematisk. En fördjupning av krisen i de baltiska länderna skulle få betydande konsekvenser för de svenska bankerna och även påverka den svenska ekonomin.

Men det finns också en möjlighet att det vänder uppåt snabbare än förväntat. Vissa konjunkturindikatorer har redan bottnat eller börjat stiga. Än så länge är det mest ett uttryck för minskad pessimism snarare än ökad optimism. Den ekonomiska politiken är mycket expansiv i stora delar av världen och kan få ett kraftigare genomslag på efterfrågan än beräknat. Det kan resultera i ett snabbt stigande resursutnyttjande och en högre inflation.

Sammanfattningsvis menade Öberg att hans bedömning var att det värsta passerats. Återhämtningen blir dock långsam på det sätt som redovisas i utkastet till penningpolitisk rapport och riskerna är balanserade.

Öberg ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,25 procent. Den information som inkommit sedan i april tyder på att det är möjligt att sänka reporäntan till 0,25 procent utan att de finansiella marknadernas funktionssätt störs påtagligt. Öberg tyckte att även om en sänkning med 0,25 procentenheter från den nuvarande låga nivån antagligen inte har så stor effekt så är det värt att göra den. Hans bedömning var att reporäntan med dagens sänkning i praktiken nått sin nedre gräns och att den inte bör sänkas mer.

Öberg ställde sig även bakom den föreslagna räntebanan. Det är troligt att räntan behöver ligga kvar på en låg nivå under en längre period. Hur lång denna period bör vara är inte lätt att avgöra. Det gäller att inte börja en åtstramning för tidigt men inte heller för sent. Öbergs bedömning var att räntan behöver börja höjas om ungefär ett år.

Om krisen drar ut på tiden mer än förväntat kan det bli aktuellt att fortsätta att hålla styrräntan på en låg nivå längre och att gå vidare med okonventionella åtgärder. Om uppgången går snabbare än förväntat kan det vara nödvändigt att starta räntehöjningarna tidigare. Det gäller särskilt om man under nästa år kan se en kraftig återhämtning under 2011 och framåt.

Öberg framhöll att han också anslöt sig till förslaget om att låna ut upp till 100 miljarder kronor på tolv månader till fast ränta. Hans bedömning var dock att det inte är troligt att det får några större positiva effekter. Riksbanken lånar redan ut på 12 månader till rörlig ränta så de eventuella positiva effekterna måste komma från att bankerna inte behöver ta hänsyn till risken att vi höjer räntan under de närmaste 12 månaderna. Men en utlåning med fast ränta borde i alla fall inte ha några negativa effekter. Med 0,15 procentenheters påslag på reporäntan är risken liten att kostnaderna för Riksbanken blir större än intäkterna.

Öberg påpekade vidare att utlåningen till fast ränta inte påverkar synen på vad räntebanan innebär. Han tyckte att man ska hålla fast vid att den är en prognos och inte ett löfte.

Öberg ansåg också att Riksbanken i fortsättningen behöver ägna mer tid och kraft åt att analysera hur räntan samverkar med tillgångspriser och kreditexpansion när det gäller effekterna på BNP-tillväxt och inflation.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade att även när det gäller Sverige så ger nulägesbeskrivningen i utkastet till penningpolitisk rapport en bild som överensstämmer med hennes egen. Konjunkturedgången har haft ett djupt och snabbt förlopp och BNP-fallet liknar ingenting man sett sedan andra världskriget. I utkastet finns också många illustrativa diagram som visar att konjunkturen har stabiliserats och att framåtblickande indikatorer, precis som i omvärlden, har börjat röra sig uppåt även om de fortfarande befinner sig på låga nivåer.

Wickman-Parak framhöll att hon, som redan framgått, gör en mer positiv bedömning av konjunkturutsikterna i omvärlden. Detta ger ett stöd för en bättre utveckling för exporten än den som förutses i huvudscenariot. Att en sådan utveckling kan vara på gång understöds av att fallet i exportorderingången bromsat in vilket också gäller exporten enligt utrikeshandelsstatistiken. Konjunkturinstitutets barometer visar att övervikten av företag som väntar sig fortsatta exportfall har minskat snabbt de senaste månaderna. Angående barometern kan också tilläggas att konfidensindikatorn för näringslivet har stigit tre månader i följd även om den fortfarande ligger på en låg nivå. Det är intressant att notera att samtliga sektorer bidrar till uppgången.

Wickman-Parak menade också att hushållens konsumtion enligt hennes bedömning kan utvecklas snabbare än i huvudscenariot trots att arbetslösheten fortsätter uppåt. De som har arbete har haft en god inkomstutveckling och sparandet är högt i utgångsläget. Förtroendeindikatorn för hushållen har börjat stiga och de senaste månaderna har det skett en stor omsvängning i positiv riktning när det gäller hushållens syn på Sveriges ekonomi det närmaste året. Även synen på arbetsmarknaden ett år framåt har ljusnat en del. De senaste månaderna har man i detaljhandelsomsättningen kunnat se en viss återhämtning av hushållens konsumtion och det kan noteras att förtroendeindikatorn för detaljhandeln återhämtat sig snabbt.

Läget på arbetsmarknaden är mycket dystert vilket tydligt framgår av utkastet till penningpolitisk rapport. När en liten öppen ekonomi drabbas av en abrupt nedgång i exportefterfrågan slår det hårt mot sysselsättningen. Det är något som de mycket radikala räntesänkningarna inte har kunnat förhindra. Wickman-Parak menade också att sysselsättningen är en eftersläpande variabel. Hon räknar visserligen med att produktionen kommer att öka mer än vad som förutses i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk

rapport men tror ändå att arbetslösheten kommer att stiga, även om det sker i något lägre utsträckning än i huvudscenariot.

Wickman-Parak påpekade att Riksbankens prognoser måste baseras på ett antagande om finanspolitiken. Den beräknas i huvudscenariot bli något mindre expansiv än den brukar vara i en lågkonjunktur. Det baseras på regeringens tydliggörande att man måste värna om de offentliga finanserna. Med tanke på att nästa år är ett valår menade Wickman-Parak att det ändå är ganska troligt att det kan bli mer av stimulans då, i linje med hur det brukar vara. Den ekonomiska situationen i kommuner och landsting är pressad och det ligger nära till hands att förvänta sig ökade bidrag. Hon menade att finanspolitiska åtgärder normalt har större betydelse för sysselsättningen än penningpolitiken som verkar generellt och i nuvarande läge dessutom inte har så mycket kvar att ge.

Wickman-Parak konstaterade sammanfattningsvis att hennes syn på tillväxtutsikterna i Sverige längre fram skiljer sig, i positiv riktning, från huvudscenariot. Kapacitetsutnyttjandet är dock lågt och det kommer att ta tid innan även investeringarna börjar öka så att uppgången blir mer fullfjädrad.

Beträffande dagens penningpolitiska beslut sade Wickman-Parak att hennes bedömning varit att räntan bör hållas kvar på 0,50 procent och att hon nu känner sig mindre osäker än tidigare på att en vändning i ekonomin tagit sin början. Dessutom menade hon att de fulla effekterna av de radikala räntesänkningar som tidigare genomförts ännu inte har kunnat observeras.

Wickman-Parak klargjorde att även om en majoritet hade stött det liggande förslaget på en sänkning av reporäntan till 0,25 procent, så hade det under normala förhållanden varit naturligt för henne att inte ställa sig bakom ett sådant beslut mot bakgrund av den mer positiva syn på tillväxten som hon har. Wickman-Parak menade dock att den rådande situationen inte är normal, att hon inser allvaret i nedgången och att hon inte har någon avvikande syn när det gäller nuläget i ekonomin och den allra närmaste tidens utveckling. Hon tror inte heller att det spelar någon avgörande roll om räntan är 0,25 procent eller 0,50 procent, vilket hon påpekade redan vid det förra penningpolitiska mötet. Men med det nedpressade läget i ekonomin menade Wickman-Parak att det inte kan skada att sänka räntan även om effekten på den reala ekonomin blir liten, i synnerhet som det inte föreligger någon inflationsrisk i det näraliggande perspektivet.

Wickman-Parak förklarade vidare att hon har en likartad syn som de övriga i direktionen på förslaget om utlåning till bankerna med fast ränta. Hon är osäker på vad åtgärden kan ge i form av sänkta räntor till hushåll och företag men en eventuell effekt borde gå åt rätt håll.

Wickman-Parak förklarade sammanfattningsvis att ifall det förelåg en majoritet för att sänka reporäntan så var hon beredd att ansluta sig till den och att hon också var villig att stödja utlåningen till fast ränta. Hennes utgångspunkt för detta var att eftersom ingen ännu kan vara säker på att den finansiella stabiliteten vilar på helt fast mark så finns det ett värde i att uppnå en viss grad av samstämmighet kring de omedelbara åtgärderna.

Beträffande det medelfristiga perspektivet och räntebanan upprepade Wickman-Parak att hon har en annan syn på konjunkturutsikterna än vad huvudscenariot ger uttryck för. Hon ställer sig därför inte bakom den reporäntebana som är inbäddad i det scenariot. Enligt den räntebanan kan räntan börja höjas under hösten 2010 medan det enligt Wickman-Paraks

bedömning kommer att bli nödvändigt att börja höja räntan tidigare, kanske under sensvåren eller sommaren 2010. I linje med den bedömningen kommer man då inte bara att ha sett en påbörjad uppgång utan också förbättrade tillväxtutsikter. Då kommer sysselsättningen emellertid ändå fortsätta att falla ytterligare en tid.

Wickman-Parak menade att diskussionen ofta begränsar sig till att handla om ränteförändringar men att det inte går att bortse ifrån räntans nivå. Dagens ränta är extremt låg och är i hennes ögon en "kristidsränta". Räntan måste enligt Wickman-Parak börja normaliseras innan uppgången har tagit så stark fart att den börjar synas på arbetsmarknaden. Höjningarna kan då ske gradvis och ge hushållen och företagen en möjlighet att anpassa sig till en situation med högre räntor. I det läget får man räkna med att besluten att höja räntan inte kommer att vara populära.

Enligt Wickman-Parak kan det också bli aktuellt att hantera en inflationsbild som ser annorlunda ut än idag. När vi passerat 2009 har vi gått igenom tre år med stigande kostnadstryck och när konjunkturen stärks finns det risk för att den utveckling av kostnaderna som man sett hittills i större utsträckning slår igenom i priserna, även om man ser ett mer dämpat kostnadstryck framför sig. Hon upprepade också sin varning från det förra penningpolitiska mötet om större ökning i råvarupriser än förutsett. Utkastet till penningpolitisk rapport visar att inte bara oljepriset utan även priserna på andra råvaror har stigit de senaste månaderna. Man kan inte heller vara säker på att produktiviteten återhämtar sig som förutsett eller att kronan stärks som förväntat. Slutligen konstaterade Wickman-Parak att den expansiva politik som förs i vår omvärld kan driva upp den internationella inflationen med risk för ökad importerad inflation. Det kan också noteras att oron för deflation i till exempel USA nu ebbat ut och ersatts av en viss oro för inflation.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** menade att de svenska bankerna inte har samma brist på kapital som på många andra håll i världen. Utlåningen till hushåll och även till företag har fortsatt att öka mätt som rullande tolv månaderstal, om än i långsammare takt än tidigare. Att utlåningen till företag fallit de senaste månaderna är sannolikt en följd av brist på efterfrågan på lån, inte på grund av att bankerna stramat åt sin kreditgivning. De undersökningar som gjorts pekar på att det knappast blivit svårare för företag att få lån än under en normal konjunkturedgång, då kreditvillkoren alltid stramas åt en aning. Under våren förefaller snarast tillgången på krediter ha ökat. Även om kreditförlusterna kommer att växa också i de svenska bankerna finns det ingenting som tyder på att brist på kapital och därmed utlåningskapacitet skulle bli ett hinder i den kommande konjunkturuppgången på samma sätt som man fruktar på andra håll i världen.

I Sverige är den minskande efterfrågan på vår export, som direkt och indirekt leder till snabbt växande arbetslöshet och fallande kapacitetsutnyttjande, det stora problemet för både finanspolitiken och penningpolitiken. Den svaga kronan har dämpat problemen något på kort sikt, men i grunden är vi beroende av att den reala efterfrågan i vår omvärld återhämtar sig. Det finns inga svenska politiska åtgärder som kan påverka detta. Vi får vänta. Goda statsfinanser och ett fungerande banksystem ger oss emellertid bättre förutsättningar än många andra länder när uppgången kommer. Och även i Sverige kommer tydliga positiva signaler när det gäller till exempel förväntningsvariabler och omsättning i detaljhandeln. Skattelättnader och fallande räntekostnader har bidragit till att hålla konsumtionen uppe – för dem som har arbete.

Det som man med penningpolitiken kan göra för att stimulera den inhemska efterfrågan har i stort sett redan genomförts. De snabba och stora sänkningarna av reporäntan har bidragit till att omsättning och priser på bostadsmarknaden hållits uppe längre än i andra länder och längre än normalt i konjunkturcykeln. Att Sverige inte hade samma prisbubbla i utgångsläget som många andra länder har också bidragit. Nyberg menade dock att det är svårt att tro att den stigande arbetslösheten inte så småningom kommer att leda till minskad efterfrågan och sjunkande priser även på den svenska bostadsmarknaden.

Nyberg ställde sig bakom förslaget att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,25 procent och menade att han efter diskussioner med marknadsaktörer känner sig säker på att detta kan göras utan att allvarligt påverka handeln på den korta marknaden. Nyberg påpekade att det faktum att utgångsläget är sämre än bedömningen vid det senaste penningpolitiska mötet i april också var av betydelse. Nyberg trodde dock inte att effekterna av en ytterligare sänkning kommer att bli särskilt betydande på kort sikt, det är brist på efterfrågan snarare än kostnaden för finansiering som håller tillbaka investeringarna för närvarande. Men en sänkning verkar ändå rimligen i rätt riktning. Däremot vill Nyberg inte sänka reporäntan ytterligare. Han tyckte att man ska hålla en god marginal till ett läge där konsumenterna riskerar att få betala bankerna ränta eller avgifter för att ha pengar på sina inlåningskonton. Nyberg menade att det skulle vara en olycklig utveckling om människor skulle börja överväga att ha pengarna i madrassen i stället för på banken.

Nyberg betonade däremot att det är viktigt att Riksbanken i nuläget tydligt signalerar att man ser en låg reporänta under ett antal kvartal framåt i tiden. Det kan positivt påverka investeringsbesluten både i företag och i hushåll. Den reporäntebana som ligger i prognosen skickar precis sådana signaler. Inflationen är på kort och medellång sikt inget allvarligt problem och Nyberg framhöll att den i dagsläget inte utgör någon restriktion för penningpolitiken när det gäller att stärka den reala ekonomin. Men när konjunkturen väl vänder kommer naturligtvis också reporäntan att behöva höjas. Även detta ligger i reporäntebanan men kan icke desto mindre vara värt att påpeka.

Nyberg frågade sig om Riksbanken behöver göra något mer och kan göra något mer för att försöka stärka den svenska ekonomin. Han menade att det inte går att svara entydigt ja på någon av de frågorna. Penningpolitiken är redan kraftigt expansiv med en realränta som är lägre än i många andra länder. Andra centralbanker har prövat olika typer av kvantitativ stimulans, antingen i syfte att pressa ner de lite längre räntorna på marknaden något eller för att öka penningmängden och därmed kanske påverka både tillgången och priset på krediter. Hur dessa åtgärder har fungerat är ännu för tidigt att utvärdera. De länder som prövar kvantitativa åtgärder har också på många sätt svårare problem än Sverige, inte minst med de inhemska finansiella systemen. Nyberg menade att som han ser det så är det inte uppenbart att kvantitativa stimulanser behövs i Sverige.

Vad kan göras för att komplettera sänkningen av reporäntan, om man nu vill göra detta? Sverige har ett bankbaserat snarare än ett marknadsbaserat finansiellt system. Därför kan åtgärder som direkt syftar till att påverka de lite längre räntorna i banksystemet vara att föredra framför åtgärder som mer indirekt påverkar marknaden, exempelvis köp av statspapper. Nyberg framhöll att han kunde ställa sig bakom förslaget att tillfälligt öka utlåningen till bankerna med fast ränta. Det är ett naturligt komplement till den längre utlåning till rörlig ränta som Riksbanken redan ger. Båda kan rimligen bidra till att kreditkapaciteten i banksystemet ökar och kanske till att marknadens räntekurva inte blir så

brant uppåt lutande. De ger därmed också stöd åt räntebanan, som är planare än den som hittills legat i marknadens förväntningar. Att marknaden inte haft samma syn som Riksbanken på räntorna under det närmaste året har naturligtvis gjort penningpolitiken mindre expansiv än avsett. Dessutom skadar det inte om bankerna med dagens fortfarande osäkra internationella finansiella marknader kan få något längre finansiering – även om finansieringen kommer från Riksbanken. Nyberg menade att det är svårt att finna några större nackdelar med att i begränsad omfattning låna ut pengar till bankerna med fast ränta. Om det sen får några positiva effekter, annat än på kort sikt, återstår att se.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** påpekade beträffande beslutet om reporäntan och reporäntebanan att utkastet till penningpolitisk rapport erbjuder en meny av alternativ att välja mellan. Varje penningpolitisk rapport borde för att utgöra ett bra beslutsunderlag ange några möjliga och relevanta penningpolitiska alternativ att välja mellan. På sidan 24 presenteras tre alternativa scenarier med olika reporäntebanor, röda kurvor för huvudscenariot med en reporäntebana som börjar med en sänkning till cirka 0,25 procent, gula kurvor för ett högräntescenario med en reporäntebana som ligger kvar på cirka 0,50 procent, samt blå kurvor för ett lågräntescenario med en reporäntebana som börjar med en sänkning till 0 procent.

Penningpolitiken syftar till att stabilisera både inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. En väl avvägd penningpolitik är alltså en rimlig kompromiss mellan dessa två mål. Diagram 31 visar prognosen för arbetsmarknadsgapet för de tre alternativen och diagram 32 visar prognosen för KPIF för de tre alternativen.

När det gäller att stabilisera KPIF runt inflationsmålet menade Svensson att högräntealternativet är något sämre medan de övriga två alternativen är likvärdiga. Avvikelserna från inflationsmålet är i själva verket så små att de inte har någon praktisk betydelse. När det gäller att stabilisera resursutnyttjandet menade dock Svensson att skillnaderna är mycket tydliga. Huvudscenariot innebär ett bättre resursutnyttjande än högräntescenariot, och lågräntescenariot ger ett bättre resursutnyttjande än huvudscenariot. Svensson ansåg därför att beslutet var lätt. Lågräntealternativet ger ett bättre resursutnyttjande och en lika bra KPIF-inflation. Lågräntescenariot medför ett arbetsmarknadsgap som är cirka 0,5 procentenheter bättre än det i huvudscenariot. Det motsvarar cirka 25 000 jobb som räddas under prognosperioden. Att rädda 25 000 jobb får dessutom mycket större effekt på välfärden när arbetslösheten är 10 till 11 procent jämfört med en situation med normal sysselsättning, eftersom det med hög arbetslöshet är svårare att få nya jobb, arbetslöshetstiderna blir längre, och risken för utslagning från arbetsmarknaden är större.

Svensson menade vidare att det faktiskt finns anledning att tro att man kan få en dubbelt så stor effekt av en reporäntesänkning från 0,50 till 0 procent som från 0,50 till 0,25 procent. Orsaken är att reporänteförväntningarna som nämnts ligger högre än reporäntebanan och att det är rimligt att anta att dessa skiftar ned i proportion till sänkningen av reporäntebanan. Eventuella negativa effekter på de finansiella marknadernas funktionssätt är i sammanhanget av underordnad betydelse jämfört med fördelarna av högre resursutnyttjande och lägre arbetslöshet.

Svensson sammanfattade att lågräntescenariot i utkastet till penningpolitisk rapport utgör en bättre avvägd penningpolitik än huvudscenariot. Det är att föredra också ur ett risk-

management-perspektiv. Riskerna är som sagt asymmetriska när reporäntan är nära sin nedre gräns. Om penningpolitiken blir för expansiv är den lätt att rätta till senare med en höjning av reporäntebanan. Om penningpolitiken blir för kontraktiv är den emellertid mycket svårare att rätta till. Om man skall fela är det därför mycket bättre att fela i expansiv riktning, eftersom detta lätt kan korrigeras senare.

Svensson föredrog alltså den reporäntebana som visas i lågräntescenariot i diagram 30 i utkastet till penningpolitisk rapport. Han stödde också förslaget om utlåning till fast ränta med 12 månaders löptid.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** framhöll att det vid det penningpolitiska mötet i april diskuterades om det fanns ett behov av att komplettera penningpolitiken med någon form av okonventionella åtgärder. Ekholm bedömde att det nu fanns ett sådant behov och ställde sig i likhet med de övriga i direktionen bakom förslaget om utlåning av kronor till fast ränta. Åtgärden kan understödja den penningpolitik som direktionen beslutar om och som ligger till grund för prognoser och därmed bidra till att politiken får avsedd effekt. Ekholm framhöll att osäkerheten är förhållandevis stor om vilka effekter en sådan åtgärd kan få på de räntor som hushåll och företag möter. Men i likhet med Wickman-Parak så konstaterade Ekholm att den effekt som eventuellt uppstår går åt rätt håll och att det därför är värt att pröva.

Ekholm betonade att gällande reporäntebanan så var hennes uppfattning att reporäntan inte bör sänkas mer än till 0,25 procent trots att det alternativscenario med nollränta som beskrivs i rapporten ger ett något bättre resursutnyttjande. Ekholm menade att hon inte var lika övertygad som Svensson om att effekterna av reporäntesänkningar är linjära på de låga nivåer där räntan nu befinner sig. I den penningpolitiska rapporten påpekas också att det finns en risk att effekten på resursutnyttjandet inte blir så stark som figuren över det prognostiserade arbetsmarknadsgapet visar. Ekholm ansåg att en sänkning till 0,25 procent är att ta i ganska rejält när det gäller penningpolitisk stimulans. Reporäntan har aldrig tidigare varit så låg. Ekholm menade att hon hade svårt att bedöma hur ekonomin skulle påverkas av en ännu lägre reporänta. Ekholm betonade att hon tyckte att det var viktigt att ha en viss säkerhetsmarginal så att man inte riskerar att det uppstår oförutsedda effekter som gör att räntesänkningen hämmar en återhämtning istället för att underlätta den.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** påpekade att han ville kommentera två frågor som Svensson tagit upp. Den första gäller avvägningen av penningpolitiken och den andra synen på räntebanan.

Penningpolitiken är nu mycket expansiv. Den underliggande inflationen och inflationsförväntningarna på längre sikt ligger med denna inriktning av penningpolitiken nära inflationsmålet på 2 procent. Den snabba och kraftiga sänkningen av reporäntan sedan i september understöder dessutom produktion och sysselsättning. Den reala reporäntan i Sverige är nu -1,5 procent och förväntas vara negativ fram till andra kvartalet 2011. Öberg förklarade att han avsåg reporäntan deflaterad med prognosen för KPI med fast bostadsränta, KPIF. Vidare påpekade Öberg att kronan har försvagats, vilket förstärker den penningpolitiska stimulansen. Det var enligt hans mening en väl avvägd penningpolitik i enlighet med det uppdrag Riksbanken fått av riksdagen.

Den nuvarande krisen är så kraftig att resursutnyttjandet blir lågt under en längre tid. Men penningpolitiken kan inte eliminera en lågkonjunktur. Det man kan göra är att med en

expansiv penningpolitik dämpa djupet i lågkonjunkturen. Det är också vad Riksbanken försöker göra.

När det gäller en eventuell ytterligare sänkning av reporäntan måste man ta hänsyn till att de positiva effekterna av en sänkning troligen blir lägre vid nuvarande låga räntenivåer och att kostnaderna i form av sämre fungerande penningmarknader troligen blir högre ju lägre reporäntan är.

Öberg påpekade också att penningpolitiken är betydligt mer expansiv i Sverige än i euroområdet. Realräntorna är lägre i Sverige än i euroområdet. De nominella räntorna är lägre och inflationen är högre. Dessutom är kronan svag, vilket förstärker den expansiva effekten. Den nuvarande ränteprofilen innebär att realräntorna både i omvärlden och i Sverige förväntas börja stiga tredje kvartalet 2010. Detta verkar vara rimligt med hänsyn till de nuvarande prognoserna.

Öberg menade vidare att det inte är så konstigt att förväntningarna om reporäntan på ett eller två års sikt, såsom de kan avläsas i marknadsprissättningen, ligger över räntebanan. För det första ligger reporäntan nära nollgränsen och osäkerheten ligger i praktiken ensidigt på uppsidan. För det andra är osäkerheten osedvanligt stor för närvarande. Riksbanken har ändrat prognoserna för reporäntan mycket kraftigt under det senaste året. Det är rimligt att trovärdigheten i räntebanan blir lägre under nuvarande exceptionella omständigheter. I september i fjol var prognosen att reporäntan nu i juli med 95 procents sannolikhet skulle vara högre än 3,5 procent.

Öberg menade att hans syn på räntebanan är att den representerar den mest troliga utvecklingen av reporäntan, men att osäkerheten i praktiken är ensidigt uppåt. I teknisk mening innebär det att reporäntebanan för det närmaste året är ett typvärde snarare än ett medelvärde. Prognoser är alltid förknippade med osäkerhet. I nuvarande läge när reporäntan ligger så nära noll tillkommer en del teoretiska och praktiska problem. Men Öberg menade att den osäkerhet det tillför är marginell jämfört med de osäkerheter som alltid är förknippade med prognosarbete.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** tog även hon upp diskussionen om förväntningarna om reporäntan i förhållande till reporäntebanan. Hon menade att tiden för jämförelse sedan reporäntebanan infördes 2007 är ganska kort. Erfarenheterna av hur förväntningarna brukar skilja sig från reporäntebanan i olika situationer är därför begränsad. I det läge vi nu befinner oss står konjunkturen och väger och sedan vår prognos i april har det hunnit hända mycket. Det är därför inte konstigt om marknadsaktörernas bedömning av tillväxtutsikterna, och därmed reporäntan, kan ha ändrats. Det är något man får leva med.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** menade att han delade Öbergs uppfattning om att Sverige har en mycket expansiv penningpolitik jämfört med euroområdet. Man kan inte förvänta sig att penningpolitiken kan kompensera för effekterna av den fallande exportefterfrågan i den utsträckning som man kan göra i stora länder som Japan och USA. Nyberg menade att förslaget att sänka reporäntan till 0,25 procent kan anses vara en väl avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** beklagade att Riksbankens kommunikation om reporäntebanan även denna gång riskerade att bli motstridig och oklar, eftersom ett uttalande om reporäntan nått sin nedre gräns står i strid med att reporäntebanan är en väntevärdesprognos och medför att väntevärdet ligger högre.

Han betonade att om man fäster någon vikt vid stabilisering av resursutnyttjandet så är det rimligt att föredra lågräntescenariot framför huvudscenariot, eftersom detta medför en lägre arbetslöshet utan att försämra stabiliseringen av KPIF-inflationen. Han stod således fast vid att förordna en större sänkning av reporäntan och en reporäntebana i enlighet med lågräntescenariot.

Svante Öberg sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är mycket svag och det drabbar Sverige hårt. Exporten har fallit kraftigt samtidigt som läget på arbetsmarknaden fortsätter att försämrast snabbt. De senaste månadernas information tyder på att nedgången i konjunkturen under 2009 blir något djupare än i den bedömning som Riksbanken gjorde i april. För att motverka fallet i produktion och sysselsättning och samtidigt klara inflationsmålet på 2 procent behövs en lägre reporänta och räntebana. Räntan väntas ligga kvar på denna låga nivå fram till hösten 2010. Bedömningen är att en sänkning till 0,25 procent inte hotar finansmarknadernas funktionsätt.

Öberg konstaterade vidare att en majoritet i direktionen bedömer att reporäntan efter sänkningen till 0,25 procent i praktiken har nått sin nedre gräns samt att läget på de finansiella marknaderna fortfarande inte är fullt normalt och att kompletterande åtgärder behövs för att penningpolitiken ska få avsedd effekt. Riksbanken bör därför låna ut maximalt 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta med 12 månaders löptid. Det bör bidra till lägre räntor på lån till företag och hushåll. Beslut om detta tas upp under en senare punkt på dagordningen.

De senaste månaderna har det kommit flera tecken på att konjunkturen kommer att vända uppåt. Samtidigt har de finansiella marknaderna i Sverige och omvärlden börjat fungera bättre, vilket skapar förutsättningar för att efterfrågan från omvärlden och i Sverige ska ta fart. Den låga reporäntan och finanspolitiken bidrar också till återhämtningen. BNP-tillväxten beräknas bli positiv under 2010 men arbetsmarknaden släpar efter och sysselsättningen börjar inte stiga förrän under 2011.

Inflationen hålls uppe av en svag produktivitet och en svag krona. Det kommer dock att bli stora kast i inflationen mätt med konsumentprisindex (KPI) framöver. Det beror främst på att förändringarna i reporäntan påverkar bostadsräntorna som ingår i KPI. Den underliggande inflationen mätt med KPIF ligger däremot stabilt nära 2 procent under prognosperioden.

Utsikterna för konjunkturen är fortfarande osäkra. När vändningen väl sker kan uppgången komma att bli starkare än i huvudscenariot. Men det kan också visa sig att återhämtningen tar längre tid än förväntat. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror därför 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 0,25 procentenheter och förslag om att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 2 juli kl 9:30,
- att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,25 procent och att detta beslut tillämpas från den 8 juli 2009,
- att sänka utlåningsräntan till 0,75 procent respektive inlåningsräntan till -0,25 procent med tillämpning från den 8 juli 2009,
- att torsdagen den 2 juli 2009 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 67 2009, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 16 juli kl 9:30.

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson reserverade sig mot beslutet och förordade en sänkning av reporäntan till 0 procent och en reporäntebana i enlighet med scenariot för lägre ränta i den penningpolitiska rapporten, så att reporäntan hålls på denna nivå ett år framåt. En sådan reporäntebana innebär en bättre avvägd penningpolitik med lägre arbetslöshet och högre resursutnyttjande utan att inflationen avviker för mycket från målet.

Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak ställde sig bakom beslutet att sänka reporäntan till 0,25 procent men reserverade sig mot den penningpolitiska rapportens tillväxtprognoser och därmed den tillhörande reporäntebanan. Wickman-Parak motiverade sitt ställningstagande med en mer positiv syn på konjunkturutvecklingen både i omvärlden och i Sverige längre fram, därmed skulle räntan behöva höjas tidigare än vad som prognostiseras i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg