



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 5

DATUM: 2009-10-21

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

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Sigvard Ahlzén
Hanna Armelius
Claes Berg
Heidi Elmér
Eric Frieberg
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson (§1)
Anna Lidberg (§1)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Christina Nyman
Bengt Pettersson
Britta von Schoultz
Staffan Viotti
Daniel Westin (§1)

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Hanna Armelius och Bengt Pettersson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av penningpolitiskt protokoll under § 1, 2, och 3.

Martin W Johansson från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling vad gäller den finansiella stabiliteten. Både Swedbank och SEB har nyligen kommit ut med kvartalsrapporter för det tredje kvartalet. Swedbank gjorde en förlust på drygt tre miljarder kronor till följd av bland annat kreditförluster i Baltikum och Ukraina. Kreditförlusterna var dock något lägre än under det andra kvartalet och kreditförlusterna i Sverige är små. SEB gjorde det tredje kvartalet en vinst på 37 miljoner

kronor trots att kreditförlusterna låg på drygt 3 miljarder kronor. SEB förlänger inte deltagandet i det statliga garantiprogrammet.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det penningpolitiska mötet i september. De svenska statsräntorna har sjunkit något och kronan har försvagats. Aktiemarknaderna har fortsatt att stiga. Intresset för Riksbankens utlåning har minskat både i kronor och i dollar. De penningpolitiska förväntningarna är i stort sett oförändrade sedan det penningpolitiska mötet i september. Marknadsbreven ger en enad bild av att räntebanan på det penningpolitiska mötet kommer att lämnas oförändrad. Enkäter bland slutinvestorer ger dock uttryck för förväntningar om att det kommer tidigare räntehöjningar än vad räntebanan från september indikerar och att inget ytterligare fasträntelån kommer att beslutas.

Jesper Hansson, avdelningen för penningpolitik, presenterade en sammanfattning av underlaget till direktionens diskussion. Han konstaterade att vändningen i världsekonomin och i Sverige ser ut att bekräftas. Fallet i BNP bromsade upp under det andra kvartalet i både Sverige och omvärlden. Vi ser tecken på en kraftig lagerneddragning vilket är en positiv faktor för tillväxten framöver. Förtroendeindikatorerna fortsätter att stiga och det finns en optimism på finansmarknaderna. Kreditspreadar har fortsatt att sjunka men med fortsatt stort stöd till finansiella marknader från centralbanker och regeringar världen över. Sysselsättningen i Sverige har utvecklats i linje med prognosen i september. Energipriserna har fallit även om en viss uppgång skett i oljepriserna den senaste tiden och inflationen och växelkursen har utvecklats i linje med prognosen. Huvudscenariot i utkastet till den penningpolitiska rapporten innebär att resursutnyttjandet är mycket lägre än normalt under perioden 2009-2011. Återhämtningen sker från en låg nivå efter det stora fallet i världsekonomin och i Sverige. Den underliggande inflationen, rensad för bolåneräntor, förväntas vara stabil, medan det förväntas ske stora kast i KPI-inflationen till följd av reporänteutvecklingen. Prognosen för BNP-tillväxten i Sverige har reviderats upp, men samtidigt har inflationsprognosen reviderats ned något. Reporäntan föreslås i huvudscenariot i rapportutkastet ligga kvar på 0,25 procent för att sedan höjas till mer normala nivåer med början under hösten 2010. Det föreslås också en ny utlåning till bankerna med fast ränta med 11 månaders löptid. Alternativscenarierna i utkastet till den penningpolitiska rapporten inkluderar en snabbare global återhämtning, ett lägre kostnadstryck i Sverige, en räntebana i linje med marknadens prissättning och ett scenario där reporäntan sätts till noll procent.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att påtala att han delar den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Han betonade dock att även om utsikterna för världsekonomin förbättrats något sedan i september är det, som i september, fortfarande viktigt att inte dra för stora växlar på de positiva tecken som finns. Som i september är det fortfarande viktigt och önskvärt att penning- och finanspolitik runtom i världen fortsätter att vara expansiv. Riskerna med att avbryta den expansiva politiken för tidigt är fortfarande mycket större än riskerna med att den fortsätter för länge. Det gäller att inte upprepa de, enligt olika bedömare, klassiska policymisstag som skedde i USA 1936 och i Japan 1996.

Även förste vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i den bild av den internationella utvecklingen som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Det är rimligt att revidera upp prognoserna för den internationella tillväxten. Men trots upprevideringarna förväntas tillväxten i USA och Europa bli måttlig 2010.

Läget på de finansiella marknaderna har förbättrats påtagligt. Riskpremier mätta med TED- och basis-spreadar har kommit ner till normala nivåer eller nästan normala nivåer i både USA och Europa, obligationsmarknaderna har börjat fungera igen och de svenska bankerna har stärkt sina kapitalbaser. Börserna har stärkts och volatiliteten på börserna har minskat.

Samtidigt är de finansiella systemen fortfarande beroende av stöd från regeringar och centralbanker. Enligt internationella valutafondens, IMF:s, senaste rapport i oktober i år har bankerna i USA bara redovisat drygt hälften av uppskattade kreditförluster och de europeiska bankerna mindre än så. Bankerna kommer dessutom att sträva efter att minska sina balansräkningar och nya regelverk kommer troligen att införas som ökar kapitalkraven, vilket kommer att dämpa utlåningen framöver med återhållande effekter på efterfrågan.

IMF har i den senaste rapporten också en intressant analys av utvecklingen efter krisen. De konstaterar i oktoberrapporten att BNP-nivån åren 2010-2012 förväntas ligga cirka 10 procent lägre än enligt de medelfristiga prognoserna från april 2007. Det är enligt IMF konsistent med erfarenheterna från tidigare finansiella kriser. En uppdelning av det långsiktiga BNP-fallet efter tidigare kriser tyder på att sysselsättning och total faktorproduktivitet minskar kraftigt de två första åren, men att sysselsättningen återhämtar sig på längre sikt medan total faktorproduktivitet förblir lägre även på längre sikt. De negativa konsekvenserna av krisen förstärks dessutom genom att kapitalintensiteten minskar till följd av lägre investeringar.

Det kommer att ta tid innan BNP i olika länder är uppe på samma nivå som innan krisen började och även när BNP-nivån före krisen nås så ligger den långt under vad en trendframskrivning från nivån 2007 skulle innebära. I USA kommer BNP-nivån innan krisen enligt prognoserna i rapportutkastet att uppnås i slutet av 2010, men för euroområdet dröjer det till 2012.

Det kommer också att ta tid innan arbetsmarknaderna normaliseras. Arbetslösheten når enligt IMF sin toppnivå 2010 och har 2014 inte kommit ner till nivån före krisen i euroområdet, medan arbetslösheten i USA med sin mer flexibla arbetsmarknad då beräknas ha kommit ner till nivån före krisen.

Det inhemska inflationstrycket kommer därmed troligen att vara lågt de närmaste åren. Däremot kan stigande priser på olja och andra råvaror till följd av den snabba tillväxten i Asien och tillväxtländer i andra delar av världen komma att dra upp konsumentpriserna.

Asien har också drabbats av den globala finansiella krisen, men har klarat sig förhållandevis bra tack vare mindre beroende av finansiella marknader och kraftfulla stimulansåtgärder. Kina och Indien har visserligen en lägre tillväxt i år än tidigare år, men de har undgått en recession. BNP-tillväxten i både Kina och Indien väntas enligt IMF öka nästa år och dra med sig tillväxten även i andra länder i området. Även Japan beräknas få en positiv tillväxt nästa år.

Läget i de baltiska länderna, särskilt Lettland, kommer att vara fortsatt utsatt även under nästa år och risken för en ännu sämre utveckling än den Riksbanken räknar med kvarstår.

Enligt IMF minskar BNP i de baltiska länderna med drygt 20 procent mellan 2007 och 2010, mest i Lettland och lite senare i Litauen. Särskilt Lettland men också Litauen har betydande problem med stigande arbetslöshet och stora underskott i de offentliga finanserna. Däremot har de tidigare problemen med hög inflation och stora underskott i bytesbalanserna förbytts till förväntat negativ inflation och överskott i bytesbalanserna nästa år.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** påtalade att bilden av återhämtning har stärkts ytterligare. Som Jesper Hansson nämnde i sin presentation av utkastet till den penningpolitiska rapporten har det kommit något blandade signaler, till exempel ett svagt BNP-utfall för Danmark, men det kan man förvänta sig vid återhämtning från en så djup lågkonjunktur.

Det är tydligt att ekonomierna i Asien går bättre än i andra delar av världen och att Kina fungerar som draglok för flera av dem. Ekholm ansåg att det ser betydligt bräckligare ut i USA och Europa, även om tecknen på återhämtning stärkts även där. Efterfrågan hålls i dagsläget uppe av starka penningpolitiska och finanspolitiska stimulanser och det är oklart när dessa kan avvecklas utan risk för att en återhämtning kommer av sig. Hon höll med Svensson om att det är viktigt att en avveckling inte sker för tidigt så att återhämtningen riskerar att komma av sig.

Det finns ett par orosmoment när det gäller konjunkturutsikterna i omvärlden. Ett sådant är den kraftiga försvagning av statsfinanserna som sker i ett flertal stora ekonomier som USA och Storbritannien. Ett annat som är betydelse för Sverige är utvecklingen i Baltikum. Det ser fortfarande ganska mörkt ut när det gäller utvecklingen i de baltiska ekonomierna.

Ekholm anförde att en viktig faktor för utvecklingen framöver är i vilken mån de globala obalanserna minskar framöver. Det har funnits och finns ett starkt tryck på överskottsländer att vidta åtgärder för att minska sina bytesbalansöverskott. I Kina har vissa åtgärder genomförts för att stimulera den inhemska efterfrågan på kort sikt och det finns planer för reformer som mer varaktigt kan minska sparkvoten där. Vad gäller länder med bytesbalansunderskott är det rimligt att förvänta sig ett ökat hushållssparande i USA, men det ökade budgetunderskottet och därmed minskade offentliga sparandet håller ned det aggregerade sparandet på kort sikt. Vad som händer på längre sikt är svårt att bedöma, men man kan konstatera att det verkar ha hänt en del med handelsmönstret under krisen. Kinas andel av svensk export har till exempel ökat och under det första halvåret 2009 utgjorde Kina en av de tio viktigaste marknaderna för den svenska varuexporten. På importsidan ökade andelen från USA och USA utgjorde ett av de tio viktigaste avsändarländerna för varuimport till Sverige.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att säga att sedan det förra penningpolitiska mötet har fortsatta tecken på återhämtning i den internationella konjunkturen visat sig. I första hand gäller detta Asien, i andra hand USA och därefter i Europa. Det är tydligt att den expansiva finans- och penningpolitiken ger effekt. Vi kan dock förvänta oss en långsam återhämtning. Sammansättningen av efterfrågan i världen kommer att vara annorlunda i framtiden. Den potentiella produktionen kommer sannolikt att vara lägre. Många har blivit arbetslösa och riskerar tappa delar av sin kompetens och kapitalstocken är inte anpassad för den nya produktionen. Detta gäller såväl internationellt som i Sverige.

Ingves påtalade att det också finns skillnader mellan länder till följd av att möjligheten till finanspolitisk stimulans är olika i ljuset av olika utgångslägen för de offentliga finanserna. En

del länder är därför tvungna att föra en mer restriktiv finanspolitik framöver vilket kan hämma återhämtningen. Det kommer att ta flera år innan BNP åter uppnår nivån från innan den finansiella krisen och en del av den potentiella produktionen har förlorats. Historiskt verkar stora obalanser och finansiella kriser leda till en längre svacka än i en normal lågkonjunktur. Ett exempel på det är vår egen finansiella kris i början av 1990-talet.

Hur man fortsätter att hantera problemen i den finansiella sektorn i Europa är en viktig faktor för utvecklingen av den svenska exporten. Möjligheten att ge krediter i Europa påverkas av förmågan eller viljan att hantera rekapitalisering av banker, vilket i sin tur påverkar tillväxten. Ingves hänvisade till Öbergs inlägg om IMF:s bedömning att mycket tyder på att kreditförlusterna i USA och Europa inte har nått sin topp ännu. Det har skett en övergång från likviditetskris med frusna marknader till en klassisk hantering av dåliga lån. Det innebär att kreditgivningen till den privata sektorn stramas åt. Sverige är här ett undantag även om kredittillväxten till hushållen och företagen minskat. Men det är inte förrän nästa år som man vet mer säkert hur det går med kreditgivningen globalt och i Sverige.

En positiv faktor för världsekonomin är att det finns tecken på att de globala obalanserna har börjat rättas till. Bytesbalansunderskottet i USA har minskat betydligt och detta gäller även överskotten i Tyskland, Japan och de oljeproducerande länderna. När det här sker, vilket i sig är nödvändigt, omfördelas den globala efterfrågan, vilket är ett skäl till att återhämtningen blir långsam. Detta påverkar utvecklingen i en liten handelsberoende ekonomi som den svenska.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde med att säga att sedan det penningpolitiska mötet i september har läget på de internationella finansiella marknaderna fortsatt att förbättras. Det är en fortsättning på den positiva utveckling som pågått sedan sent i våras och som successivt vunnit i styrka. Han ville i detta sammanhang peka på tre faktorer av betydelse. För det första har riskpremierna, såsom de mäts i spreadarna fallit ytterligare och är på ett antal marknader tillbaks till i stort sett normala nivåer. Och då räknade han inte perioden före 2007, med onaturligt nedpressade riskpremier, som normal. För det andra har volymerna som handlas på marknaden ökat kraftigt. Det gäller särskilt på obligationsmarknaderna i Europa och i USA, där de emitterade volymerna slagit rekord. Flera marknader, som tidigare varit stängda, har också börjat komma igång. För det tredje har efterfrågan på stöd från centralbankerna minskat i hela världen. Detta är kanske det viktigaste tecknet på att marknaderna håller på att tillfriskna, eftersom det visar att det finansiella systemet i världen sakta börjar resa sig för att försöka stå på egna ben.

Men Nyberg betonade att även om läget förbättrats så betyder det inte att krisen är över. Många marknader är fortfarande starkt beroende av centralbankernas insatser. Ett antal marknader fungerar dessutom även i dagsläget dåligt, till exempel marknaderna för de svårvärderade produkter, som en gång gav upphov till krisen. Och de marknaderna kanske ska förbli stängda. Men den dåliga funktionaliteten utgör ett problem för många banker, dock inte de svenska, som fortfarande har sina balansräkningar fulla av finansiella instrument som är svåra att sälja. Det begränsar också bankernas möjligheter att låna ut pengar, vilket gör det till ett problem även för de länder där bankerna verkar. Dessutom återstår betydande kreditförluster, som också kommer att drabba bankernas balansräkningar. Storleken på de totala förväntade kreditförlusterna anses nu emellertid

ungefärligen känd, så den osäkerhet i detta avseende som påverkade förtroendet på marknaderna har minskat väsentligt.

Vidare framförde Nyberg att hur och i vilken takt centralbankerna ska dra tillbaks sina likviditetsstödjande insatser, hur de ska göra sin "exit", är idag en viktig fråga som skapar osäkerhet på marknaderna och därmed påverkar prisbilden. Om åtgärderna skulle dras tillbaks för snabbt kan detta orsaka betydande störningar. Nyberg hänvisade till Svenssons exempel att USA på 1930-talet och Japan i mitten av 1990-talet stramade åt för tidigt. Möjligen är denna oro överdriven. Det finns också ett antal exempel i historien där man legat kvar för länge med stimulansen. Det ligger ju i centralbankernas intresse att marknaderna ska fortsätta att tillfriskna och det finns ingen anledning att skynda på en avveckling om detta skapar problem.

När det gäller prognoserna för omvärlden delade Nyberg i stort, om än inte fullständigt, den syn som presenteras i den penningpolitiska rapporten. Han påtalade att det nu ju är andra gången som prognosen för tillväxten i världen har justerats upp, vilket skett mot bakgrund av att den utveckling vi observerat blivit något bättre än den förväntade. Nyberg menade att, liksom vid förra mötet, hänger detta samman med att Riksbanken underskattat effekterna av att de finansiella marknaderna börjat tillfriskna, precis som man i slutet av förra året underskattade effekterna av den enastående åtstramning som skedde tidigare. Enligt Nyberg är prognosen i huvudscenariot även denna gång en aning för försiktig om framför allt det närmaste årets tillväxt. Den utveckling som kunnat konstateras under hösten kunde ha motiverat en något starkare prognos.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att kommentera att hon inte hade för avsikt att gå igenom utvecklingen på de finansiella marknaderna eftersom flera andra ledamöter redan gjort det. Hon höll dock med Nyberg om vikten av att förtroendet återvänt. Detta är viktigt därför att just brist på förtroende legat som en våt filt över ekonomierna. På samma sätt som vi tidigare underskattade omfattningen av nedgången i världsekonomin riskerar vi nu att underskatta uppgången. Korrigeringen av de globala obalanserna har påbörjats då bytesbalansunderskottet i USA minskat och trenden verkar vara densamma med överskottet i Kina. Detta är dock en process som kommer att ta tid. Wickman-Parak hänvisade också till tidigare inlägg av Öberg och Ekholm om den problematiska utvecklingen i de baltiska ekonomierna. Hon betonade att förbättringen som skett i den globala ekonomin också borde påverka de baltiska länderna positivt.

Wickman-Parak framförde att upprevideringen av den internationella prognosen i samband med det penningpolitiska mötet i juli var ytterst marginell men att revideringarna i september och denna gång är något större. Hennes bedömning i juli och i september var att tillväxten i omvärlden skulle vända uppåt i slutet av innevarande år och under loppet av 2010 bli starkare än i de dåvarande huvudscenarierna. Nu har framför allt prognosen för tillväxten för andra halvåret i år reviderats upp. En viss upprevidering har också gjorts för inledningen av nästa år. Hon välkomnade detta men hennes syn var fortfarande att den globala tillväxten 2010 blir något starkare än huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. Det finns i rapportutkastet ett alternativt scenario med en starkare tillväxtprognos och utan att ansluta sig till det scenariot sade hon sig ändå velat se en ytterligare upprevidering av den internationella tillväxten åt det hållet. Wickman-Parak nämnde att det hon sett av statistiken, både utfall och indikatorer, tolkade hon som ett stöd för den uppfattningen. Visserligen har det varit en del blandande signaler men det är högst ovanligt

att det inte uppstår bakslag i indikatorerna i en uppgångsfas och det kan komma att se ut så även framöver. De huvudsakliga tendenserna är dock fortsatt positiva.

Lagercykeln bidrar till en upprevidering av prognosen för den internationella tillväxten i år och det diskuteras en hel del om den slutliga efterfrågan kommer att följa efter när lagereffekten ebbar ut. Varje återhämtning brukar dock börja med att lagercykeln vänder uppåt och följs av en ökad produktion. Den genererar ökade inkomster som ger stöd åt efterfrågan. Från en starkt nedpressad nivå har vi också sett industriproduktionen öka i USA. Det tredje kvartalet ökade den jämfört med det andra kvartalet med drygt 5 procent uppräknat till årstakt. Även i euroområdet har industriproduktionen försiktigt börjat återhämta sig de senaste månaderna.

Wickman-Parak framförde vidare att en mycket bred indikator, nämligen OECD:s ledande indikatorer för augusti, som publicerades för någon vecka sedan, visar på fortsatt starkare tecken på återhämtning. OECD:s sammanställning för de länder som har ledande indikatorer av detta slag visar att återhämtningen har en stor geografisk bredd. Den sammantagna indikatorn har kontinuerligt och snabbt återhämtat sig sedan februari. Vidare har hårddata i form av industriproduktionen i OECD-området stigit sedan april. Den senaste 3-månadersperioden, till och med juli, är ökningen jämfört med tremånadersperioden innan 6,5 procent uppräknat till årstakt. Det finns alltså gott om indikatorer som visar att världens länder unisont återhämtar sig från den osedvanligt djupa konjunktursvackan som de unisont trillade ned i.

Wickman-Parak berörde vidare att det nu finns en diskussion om vad som ska hända med tillväxten när till exempel effekterna av finanspolitiska stimulansåtgärder ebbar ut. Ett intressant fenomen är att man knappt har hunnit upptäcka att åtgärderna börjat få effekt förrän det i debatten ventileras en oro över vad som ska hända när de klingar av. Det är inte så länge sedan debatten kretsade kring om det överhuvudtaget skulle bli några effekter av stimulanserna. Men den oron bör nog inte handla om 2010, utan det är snarare 2011 och 2012 som kan ligga i farozonen. Hon bedömde att risken för att centralbanker snabbt ska börja strama åt politiken är liten. Att regeringar skulle dra tillbaka stimulanser för nästa år som redan beslutats om är nog heller ingen risk.

Slutligen sa Wickman-Parak att även med hennes något mer optimistiska syn på utvecklingen i omvärlden innebär hennes uppfattning inte någon återgång till den snabba tillväxt som var fallet före krisen. Det finns flera återhållande faktorer. I USA har till exempel hushållen ökat sitt sparande och det kommer förmodligen att öka ytterligare. Amerikanska konsumenter kommer inte att vara lika tillväxt drivande för omvärlden som de var före krisen. Med det låga resursutnyttjandet som finns i de flesta länder kommer det nog också att ta tid innan investeringarna återhämtar sig fullt ut. Det innebär att kreditefterfrågan förmodligen inte kommer att expandera snabbt. Om det inte inträffar några bakslag på de finansiella marknaderna borde det behov av krediter som uppstår därför kunna mötas. Det kan ju också observeras, som Nyberg varit inne på, att emissionsvolymerna på marknaderna kommit igång ordentligt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen om den internationella utvecklingen med att några ledamöter gett uttryck för uppfattningen att den globala tillväxten kan bli starkare än den bedömning som görs i utkastet till den penningpolitiska

rapporten. Det fanns på annat håll också en uppfattning att risker även finns på nedåtsidan. Sammantaget fann han dock att det fanns stöd för bedömningen i rapportutkastet.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde diskussionen med att nämna att med en flexibel inflationsmålspolitik syftar penningpolitiken till att stabilisera både inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Det är viktigt att detta påstående inte missförstås. Det händer fortfarande att detta påstående missförstås, trots att det har framförts många gånger under lång tid. Innebär det att penningpolitiken har ett eller två mål? Här gäller det att skilja på den genomsnittliga nivån och stabilitet/variabilitet runt den genomsnittliga nivån.

När det gäller den genomsnittliga nivån har Riksbanken bara ett mål, en KPI-inflation på 2 procent. Riksbanken har inget eget mål för det genomsnittliga/normala resursutnyttjandet. Detta bestäms istället av ekonomins funktionssätt och struktur, liksom av den ekonomiska politik som påverkar ekonomins struktur och funktionssätt. För några decennier sedan var det inte ovanligt att penningpolitiken hade explicita eller implicita mål för den genomsnittliga sysselsättningen och produktionen, mål som ofta var orealistiska och till exempel siktade på en sysselsättning som var högre än den som var hållbar givet ekonomins funktionssätt och struktur. Resultatet av detta förskräcker. Det blev inte högre sysselsättning än den normala men väl hög och variabel inflation. Ofta krävdes en djup recession för att få ned inflationen. Därför bör inte penningpolitiken ha något mål för resursutnyttjandet. Man kan säga att när det gäller nivån har man ett hierarkiskt mål, noga räknat bara ett enda mål, nämligen inflationen.

När det gäller stabiliteten i inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå är det annorlunda. Då syftar penningpolitiken till att både stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Man kan säga att när det gäller stabiliteten har man vad som brukar kallas ett dualt mål. Annorlunda uttryckt, penningpolitiken har ett mål, inflationsmålet, men två målvariabler som man syftar till att stabilisera, inflationen och resursutnyttjandet. Med denna uppdelning mellan nivå och stabilitet behöver det inte råda någon oklarhet om vad penningpolitiken syftar till. Det finns i utkastet till den penningpolitiska rapporten en mycket klagörande fördjupning om hur penningpolitiska alternativ kan utvärderas i detta sammanhang.

Penningpolitiken, påtalade Svensson, syftar således till att stabilisera både inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Det gäller att hitta en reporäntebana som ger en "väl avvägd" penningpolitik. Om det är en konflikt mellan att stabilisera inflationen och stabilisera resursutnyttjandet så menas med en väl avvägd penningpolitik en rimlig kompromiss mellan stabilitet i inflationen och i resursutnyttjandet. Om det inte finns någon sådan konflikt är det mycket enklare. Då gäller det bara att hitta en räntebana som bäst stabiliserar både inflationen och resursutnyttjandet. I nuvarande läge, precis som vid det penningpolitiska mötet i september, kan man faktiskt hävda att det inte finns någon konflikt, att stabilitet i inflationen inte är något problem, och att

penningpolitiken kan fokusera på att bäst stabilisera resursutnyttjandet. Man kan också hävda att resursutnyttjandet stabiliseras bäst av en reporäntebana som ligger lägre än den i huvudscenariot.

I detta utkast till den penningpolitiska rapporten finns ett huvudscenario med en reporäntebana som överensstämmer med huvudscenariot i den penningpolitiska uppföljningen från i september, dvs. med en reporänta på 0,25 procent fram till hösten 2010. Det ger en prognos för KPIF som ligger något lågt under prognosperioden och en prognos för resursutnyttjandet som ligger mycket lågt och förblir lågt under hela prognosperioden.

Rent allmänt, när det gäller att avgöra om en viss räntebana utgör en väl avvägd penningpolitik så gäller det att visa att en högre eller en lägre räntebana sammantaget ger en sämre stabilisering av inflationen och resursutnyttjandet. I detta fall finns i utkastet till den penningpolitiska rapporten, i slutet på kapitel 2, just en sådan analys. Där visas att en högre räntebana, närmare bestämt en räntebana som ungefär överensstämmer med marknadens förväntningar om den framtida räntebanan medför en prognos för resursutnyttjandet som ligger lägre än huvudscenariot och som ger ännu sämre stabilisering av resursutnyttjandet runt den normala nivån. Den högre räntebanan ger också en prognos för KPIF-inflationen som ligger lägre än huvudscenariot och längre från inflationsmålet och som ger en sämre stabilisering av inflationen runt inflationsmålet. En högre räntebana medför således en klart sämre penningpolitik.

Detta illustreras vidare mycket klart i fördjupningen "Utvärdering av olika penningpolitiska alternativ" och figur R1 på sidan 48. Där visas medelkvadratgapet för inflationsprognosen, ett mått på avvikelserna för inflationsprognosen från målet, och medelkvadratgapet för resursutnyttjandet, ett mått på avvikelserna för resursutnyttjandeprognosen från en normal nivå. Båda är klart högre i alternativet med en högre reporäntebana än i huvudscenariot.

Denna högre räntebana visar också på problemet med att marknadsförväntningarna om den framtida reporäntebanan från och med i april ligger högre än Riksbankens publicerade reporäntebana. Om marknadsförväntningarna om den framtida reporäntebanan skiljer sig från Riksbankens publicerade reporäntebana så är det ju marknadsförväntningarna som gäller och bestämmer de faktiska marknadsräntorna på längre löptid och därmed den faktiska penningpolitiken. Om marknadsförväntningarna ligger högre än Riksbankens reporäntebana blir ju den faktiska penningpolitiken mer kontraktiv än den avsedda penningpolitiken, med lägre inflation och lägre resursutnyttjande som följd. Detta visar på vikten att få trovärdighet för Riksbankens reporäntebana och få ner marknadsförväntningarna om den framtida reporäntan. Det finns, menade Svensson, två sätt att få ned marknadsförväntningarna om den framtida reporäntan: Lån på längre löptid med fast ränta och en lägre reporäntebana.

Det är alltså klart att en högre räntebana än huvudscenariot ger sammantaget en sämre stabilisering av både resursutnyttjande och inflationen. Hur är det med en lägre reporäntebana? Svaret på den frågan ges också i analysen i slutet på kapitel 2. Där visas att en lägre reporäntebana än huvudscenariots ger både en högre prognos för inflationen som ligger närmare inflationsmålet och en högre prognos för resursutnyttjandet som fortfarande

är lågt men inte fullt lika lågt. Som i september så stabiliserar en lägre reporäntebana än huvudscenariot både inflation och resursutnyttjandet bättre.

Detta visas också klart i figur R1 på sidan 48, där medelkvadratgapet för både inflationsprognosen och resursutnyttjandeprognosen blir lägre med en lägre ränta. Skillnaden är liten för inflationsprognosen och spelar mindre roll, men den är större för resursutnyttjandet och där spelar den roll.

Eftersom penningpolitiken syftar till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt normalt och lågräntebanan stabiliserar både inflationen och resursutnyttjandet bättre än huvudscenariots räntebana ville Svensson förorda en lägre räntebana, där räntan sänks till noll och hålls på denna nivå fram till och med det tredje kvartalet 2010, framför huvudscenariots räntebana. Han ville också framhålla att han stöder förslaget på utlåning till fast ränta. En lägre räntebana menade han inte är något problem för de finansiella marknadernas funktionssätt eller för den finansiella stabiliteten.

Hur mycket kan man vinna på lågräntebanan jämfört med huvudscenariots räntebana? I utkastet till den penningpolitiska rapporten anges förbättringen av arbetsmarknadsgapet till i genomsnitt blygsamma 0,1 procentenheter under prognosperioden, det vill säga omkring 5 000 jobb. Det menade Svensson var för lågt räknat. Till att börja med kan man se i tabell A12 att arbetsmarknadsgapet med lägre ränta faller med 0,2 procentenheter mindre. Det motsvarar 10 000 räddade jobb. Dessutom är dessa beräkningar gjorda med hjälp av en serie så kallade oförväntade avvikelser från huvudscenariot som motsvarar en situation när Riksbanken inte annonserar en lägre räntebana i förväg, utan istället överraskar marknaden med att vid varje beslutstillfälle oväntat följa en lägre räntebana. Om man istället gör beräkningarna med hjälp av förväntade avvikelser från huvudscenariot blir effekterna på sysselsättning och arbetslöshet större, enligt honom. Svenssons bedömning var att en lägre reporäntebana kan rädda mellan 10 000 och 25 000 jobb de närmaste åren och det är ganska mycket.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** förklarade att hon ställde sig bakom förslaget att hålla kvar reporäntan på 0,25 procent och reporäntebanan enligt huvudscenariot i rapportutkastet. Hon framhöll att även i Sverige finns det nu tydligare tecken på återhämtning. Hon menade att det därför är rimligt att i utkastet till den penningpolitiska rapporten göra en upprevidering av BNP-prognosen. Samtidigt har inflationen kommit in något svagare än förväntat och inflationsprognosen har reviderats ned något. Återigen ger revideringstendenserna för BNP och inflation alltså motsatta signaler för penningpolitiken – upprevideringen av prognosen för BNP-tillväxten talar för en något stramare penningpolitik medan nedrevideringen av inflationsprognosen talar för det motsatta.

Sammantaget menade Ekholm att utvecklingen i den svenska ekonomin ser något bättre ut. Hon påtalade dock att det mycket svaga resursutnyttjandet gör att hon inte såg någon anledning att göra penningpolitiken stramare. I prognosen i rapportutkastet bedöms inte bara att den svenska ekonomin har ett stort överskott på lediga resurser nu utan det förväntas också att det finns ett överskott under i princip hela prognosperioden. Inflationen utgör inte något problem såtillvida att inflationsförväntningarna är så pass låga att penningpolitiken inte behöver stramas åt för att uppnå inflationsmålet. Därför såg inte

Ekholm någon anledning till att höja reporäntan eller ändra prognosen för reporäntan till en tidigare höjning. Hon förespråkade alltså en oförändrad reporänta och en oförändrad reporäntebana.

Ekholm sa att det naturligtvis kan bli så att återhämtningen sker snabbare än vad som förutses i huvudscenariot. Då behövs en stramare penningpolitik och att reporäntan höjs snabbare än vad som nu prognostiseras.

Ekholm såg dock också en del nedåtrisker när det gäller utvecklingen av svensk ekonomi. Den ekonomiska situationen i Baltikum är fortfarande besvärlig och det finns en viss risk för att det blir värre innan det blir bättre. Det alternativscenario som diskuteras utkastet till den penningpolitiska rapporten inkluderar att ökade kreditförluster i de svenska bankerna medför en minskad kreditgivning här i Sverige, vilket får en negativ effekt på resursutnyttjandet. Samtidigt antas i det scenariot en försvagning av kronan som har en uppåtpressande effekt på inflationen. Detta utgör ett mycket besvärligt scenario ur en penningpolitisk synvinkel. I ett sådant scenario kan det uppstå en målkonflikt för penningpolitiken eftersom ett försämrat resursutnyttjande talar för en mer expansiv penningpolitik medan en depreciering av kronan talar för stramare penningpolitik.

När det gäller frågan om lån till fast ränta med lång löptid sade sig Ekholm vara kluven, men att hon hade bestämt mig för att förordade ett ytterligare lån. Läget på de finansiella marknaderna ser klart bättre ut än i våras och det är inte säkert att ytterligare utlåning till fast ränta kan bidra med så mycket i termer av lägre räntor till hushåll och företag. Konjunkturutsikterna har dessutom förbättrats vilket gör att det är tveksamt om det verkligen behövs ett ytterligare lån till fast ränta för att understödja penningpolitiken. Samtidigt är läget fortfarande inte helt normalt och de svenska bankerna kan stå inför ytterligare stora kreditförluster i Baltikum och Ukraina som påverkar deras räntesättning och kreditgivning. I ljuset av detta ansåg hon att ett ytterligare fasträntelån är motiverat för att försäkra sig om att lågräntepolitiken får avsedd effekt.

Slutligen ville Ekholm redogöra för sin syn på Svenssons förslag om en sänkt reporänta och sänkt reporäntebana. Hennes uppfattning var att det i dagsläget är olämpligt att sänka reporäntan ytterligare. Räntan är redan rekordlåg och hon framhöll att hon förordade ytterligare ett fasträntelån för att bidra ytterligare till låga räntor för hushåll och företag. En räntesänkning i ett läge där hushållen blir mer optimistiska om framtiden menade Ekholm dock skulle kunna ge effekter som inte direkt fångas av de modellsimuleringar som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten. En sänkning i ett sådant läge skulle exempelvis kunna påverka utvecklingen på bostadsmarknaden på ett osunt sätt. Det är visserligen inte rimligt att penningpolitiken bedrivs utifrån hur det ser ut på bostadsmarknaden, utan den ska naturligtvis bedrivas utifrån den allmänna utvecklingen när det gäller inflation och resursutnyttjande. Men det är ändå så som påpekas i rapportutkastet att bostadspriserna har ökat snabbare än förväntat under senare tid och att räntesänkningar, allt annat lika, kan förväntas spå på en sådan utveckling. Det är viktigt att man undviker en situation där det sker dramatiska korrigeringar av bostadspriserna eftersom det normalt sett får allvarliga konsekvenser för såväl inflation som resursutnyttjande.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** uppgav att han stödjer förslagen att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent och räntebanan i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Han konstaterade vidare att BNP-tillväxten visserligen har reviderats upp, men resursutnyttjandet kommer trots det att vara lågt under hela prognosperioden och den underliggande inflationen kommer att vara i linje med inflationsmålet. Det talar för en oförändrad låg ränta fram till hösten 2010.

Däremot stödde Öberg inte förslaget att låna ut ytterligare 100 miljarder kronor till fast ränta. Detta mot bakgrund av det förbättrade läget på de finansiella marknaderna och lånets föreslagna längd. Spreadarna på flera marknader har nu kommit ner till normala nivåer. Det minskar skälen för utlåning till fast ränta. Dessutom sträcker sig den föreslagna perioden för lånen så långt fram att det ökar risken för förluster för Riksbanken. Däremot ansåg Öberg att utlåningen till rörlig ränta kan kvarstå så länge det behövs.

Öberg uppgav att han instämmer i de bedömningar och prognoser som redovisas i den penningpolitiska rapporten, men han ville kommentera frågorna om resursutnyttjande, BNP-tillväxt och inflation.

Resursutnyttjandet är mycket lågt för närvarande och kommer att vara lågt under hela prognosperioden. Det kommer att ta flera år innan arbetsmarknaden har återhämtat sig efter krisen. Enligt prognosen faller sysselsättningsgraden fram till årsskiftet 2010/2011 och är inte uppe på en normal nivå ens vid prognosperiodens slut 2012. Produktiviteten varierar över konjunkturen till följd av variationer i utnyttjandet av arbetskraften (så kallad "labour hoarding"). Produktiviteten har nu fallit tre år i rad, men den kommer enligt prognosen att öka igen de närmaste åren. Trots det kommer produktiviteten 2012 att ligga omkring 8 procent under vad den skulle varit om produktiviteten istället hade ökat med 2,25 procent per år räknat från 2006. En del av detta gap kan troligen förklaras med lägre utnyttjande av arbetskraften inom företagen. Andra förklaringar kan vara lägre kapitalintensitet på grund av minskade investeringar eller lägre långsiktig produktivitetstillväxt.

Prognoserna för BNP-tillväxten har nu reviderats upp. Det är också möjligt att tillväxten blir snabbare än vad som anges i rapportutkastets huvudscenario, som Wickman-Parak och Nyberg säger. Men även med en högre BNP-tillväxt kommer resursutnyttjandet att vara lågt under prognosperioden. Öberg hade svårt att tro att till och med en snabbare BNP-tillväxt skulle komma att driva upp den underliggande inflationen över inflationsmålet. Tvärtom var hans bedömning att det finns en risk att inflationen blir lägre än vad som prognostiseras i rapporten. Det låga resursutnyttjandet kommer att vara en faktor som håller nere inflationen under de närmaste åren. För Öberg var upprevideringarna av BNP-prognoserna och riskerna för en högre tillväxt därför inte skäl nog att ändra på den räntebana som beslutats om vid det föregående penningpolitiska mötet.

Öberg menade att eftersom det finns en risk att resursutnyttjandet och inflationen efter krisen kommer att vara låga under en längre tid, skulle det kunna ställa direktionen inför en besvärlig situation. Räntan kan inte vara extremt låg under flera år. Det skulle kunna få oönskade effekter på andra områden, till exempel på bostadsmarknaden. Priserna på småhus och bostadsrättslägenheter har stigit sedan årsskiftet. Låga räntor under en lång tid skulle kunna driva upp bostadspriserna ännu mer. Riskerna är att en bubbla byggs upp och så småningom briserar, med negativa effekter på ekonomin på längre sikt.

Förr eller senare måste räntan därför börja höjas. I princip är det bättre att börja höja tidigare och i lugnare takt än senare och snabbare. Men Öberg gjorde bedömningen att med den information som nu finns är den lämpliga tidpunkten att börja räntehöjningarna nästa höst.

Riksbankschef **Stefan Ingves** påtalade att den underliggande inflationen mätt med KPIF utvecklas i linje med målet och att konjunkturbotten har passerats i termer av BNP utveckling men att arbetsmarknaden fortsätter att vara svag. Enligt prognosen kommer produktionen att ligga under sin normala nivå ett bra tag framöver. Det kommer att bli en lång period med hög arbetslöshet och lågt resursutnyttjande. I samband med att världshandeln förändras och kapitalstocken förändras uppstår frågan vad en normal nivå på produktionen och resursutnyttjandet kan sägas vara framöver? Detta är en fråga som en rad andra länder också måste slita med.

Ingves menade att den rådande ekonomiska utvecklingen sammantaget talade för att fortsätta med den expansiva penningpolitik som bedrivs i Sverige och ställde sig därför bakom rapportens förslag till oförändrad reporänta och en räntebana med nuvarande räntenivå fram till hösten 2010. Han påtalade att tillväxten i Europa väntas bli låg. Enhetsarbetskostnaderna är låga, inflationen ligger nära målet och då det kommer att ta ytterligare två år innan BNP uppnår samma nivå som 2008 behöver penningpolitiken stödja den allmänna ekonomiska utvecklingen. I en studie av IMF drar man slutsatsen att aktiv penningpolitik och finanspolitik reducerar förlusten i produktion som uppstår vid en finansiell kris. Länder med bytesbalansöverskott har större handlingsutrymme att vidta åtgärder. För Sveriges del är dagens situation annorlunda än den på 1990-talet, då denna kris inte är genererad här hemma. Denna gång har ett extra bekymmer uppstått då vi måste hantera de externa effekterna av en global finansiell kris, vilket för Sveriges del innebär fallande export och den finansiella osäkerhet utvecklingen i Baltikum ger upphov till. Men å andra sidan har vi denna gång till skillnad mot på 1990-talet större möjlighet att dra nytta av både penningpolitiken och finanspolitiken eftersom vi gick in i krisen med överskott i både bytesbalansen och de offentliga finanserna. Därför har vi större möjligheter än många andra att hantera den uppkomna situationen och då ska vi också göra det.

Ingves stödde även förslaget om fortsatt utlåning till fast ränta. Han tyckte att utöver stödet för penningpolitiken underlättar god tillgång på likviditet återhämtningen på de finansiella marknaderna. Ingves höll också med Ekholm om att situationen i Baltikum fortfarande utgör en riskfaktor.

Han fortsatte med att konstatera att volymen på den av Riksgälden garanterade upplåningen har stabiliserats och Riksbankens utlåning i amerikanska dollar är på väg att fasa ut samtidigt som utlåningen till rörlig ränta har fallit. Sammantaget talar detta för att situationen har ändrats så att man kan gå från ett läge med maximalt fokus på finansiell stabilitet mot en kontrollerad återhämtning men med försäkring mot bakslag.

Samtidigt är läget ännu inte normalt vare sig när det gäller olika typer av extraordinära penningpolitiska åtgärder eller i Sveriges närområde, främst Baltikum. Mot den bakgrunden är det på sin plats att också denna gång stödja den traditionella penningpolitiken med ytterligare utlåning. Det stärker penningpolitikens genomslag vid en tidpunkt när vi ännu inte står på säker mark.

Ingves påtalade vidare att penningpolitiken är till för att påverka och styra den allmänna efterfrågan i ekonomin. Diskussionen om bostadsmarknaden gäller framtiden och eventuella

problem där rör kanske till och med perioden bortom prognoshorizonten. Reporäntebanan illustrerar att penningpolitiken kommer att återgå till en mer normal nivå på cirka 4 procent. Det viktiga är att detta är känt redan idag. Han påpekade att penningpolitiken inte kan klara allt vad gäller bostadsmarknaden då tillsynen och den ekonomiska politiken också spelar en stor roll. Riksbanken, Finansinspektionen och finansdepartementet måste därför samarbeta i frågan.

Ingves kommenterade slutligen Svenssons förslag till att sänka reporäntan till noll och menade att detta hade diskuterats tidigare dels med utgångspunkt i vad som kan anses vara en penningpolitiskt lämplig lägsta nivå, dels utifrån effekterna på de finansiella marknadernas funktionssätt. Han ansåg att 0,25 procent var en rimlig lägsta nivå och att det inte fanns anledning att ta upp frågan igen då fasträntelånet verkar i samma riktning.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** uppgav att han instämde i stora delar i den analys som presenteras i den penningpolitiska rapporten vad gäller den svenska utvecklingen. Han trodde dock, liksom när det gäller den internationella utvecklingen, att styrkan i konjunkturuppgången underskattas något, framför allt gällande export och konsumtion.

Han delade inte heller i alla avseenden slutsatserna av analysen. Nyberg höll med om att inflationen inte utgör något problem i dagsläget och att reporäntan behöver hållas kvar på en låg nivå (0,25 procent) under en längre tid för att motverka det unikt låga kapacitetsutnyttjandet i ekonomin. Däremot tyckte han redan vid förra mötet att den upprevidering av tillväxtprognosen som gjorts inför det mötet kunde ha motiverat en något tidigare höjning av reporäntan än den som låg i huvudscenariot. Nu har prognosen för tillväxten ytterligare reviderats uppåt, men utan att detta fått någon effekt på reporäntebanan i huvudscenariot. Räntebanan är alltså densamma som i juli, trots att tillväxten reviderats uppåt sedan dess vid två tillfällen, både för detta år och för nästa. Nyberg tyckte redan i september att räntan kunde behöva höjas något tidigare än i huvudscenariot; i slutet av våren eller början av sommaren 2010, snarare än under hösten. Han menade att den ekonomiska utvecklingen ger stöd för en sådan slutsats, nu i än högre grad än vid förra mötet.

Nyberg ville vidare kommentera ett par av de nedåtrisker som identifierats när det gäller den framtida utvecklingen. Skörheten i den finansiella återhämtningen har i olika sammanhang lyfts fram och visst kan bakslag fortfarande komma från detta håll. Men som Nyberg såg det blir sannolikheten för detta mindre för varje månad som går. Även utvecklingen i delar av Baltikum har framhållits och här är kanske inte sannolikheten för obehagliga överraskningar mindre än tidigare. Men de sannolika negativa effekterna för Sverige är långt mindre än de var för ett halvår sedan, dels därför att läget på de finansiella marknaderna överlag ser så mycket bättre ut, dels för att de involverade svenska bankerna väsentligt stärkt sin kapitalbas. Det är svårt att se att utvecklingen i Baltikum idag skulle utgöra en betydande risk för den svenska ekonomiska återhämtningen.

När det gäller en ytterligare utlåning till bankerna om 100 mdr kronor tyckte Nyberg att denna är både onödig och olycklig. Onödig för att ekonomin i dagsläget inte behöver ytterligare stimulans. Den i både svensk och internationell jämförelse unikt låga räntan och direktionens tydligt uttryckta ambition att hålla den låg under en längre period är en fullt tillräcklig stimulans. Olycklig därför att banksystemet inte behöver mer likviditet i en tid när andra länder med betydligt större problem än de svenska börjar minska sina insatser. Att

hänvisa till osäkerheten i Baltikum menade Nyberg inte var ett övertygande skäl. Skulle något oförutsett inträffa kan Riksbanken bidra med likviditet vid detta tillfälle, precis som man gjorde under förra hösten.

Kanske får utlåningen liksom tidigare en marginell effekt på räntebilden på kort sikt, men hur det påverkar trovärdigheten i reporäntebanan på lite längre sikt är som han ser det en öppen fråga. Tidigare har man menat att utlåningen borde medverka till att göra den låga räntebanan trovärdig. Men nästa år ska inom en relativt kort period 300 mdr kronor dras in i likviditet från banksystemet. Bara vetskapen om detta kommer att ge ett tryck uppåt på räntorna långt innan de faktiska förfallen.

Till sist ville Nyberg säga några ord om bostadsmarknaden. Trots fallande BNP och stigande arbetslöshet har ju ökningstakten i bankernas utlåning till hushållen åter börjat stiga och huspriserna vänt uppåt. Det är, som påpekas i en fördjupning i utkastet till den penningpolitiska rapporten, en oväntad utveckling, givet vad som sker i den reala ekonomin, och den hänger rimligen samman med att det är billigt att låna eftersom räntorna är låga. Stigande börser och stadigt växande konsumentförtroende spelar säkert också en roll.

Detta är inte, som han ser det, ett problem på kort sikt. Men det kan bli ett problem på lite längre sikt, kanske bortom rapportens prognoshorisont. Därför måste utvecklingen följas noga. Räntorna kommer inte att vara låga för evigt, vilket framgår av reporäntebanan. Tvärtom, kommer ganska snabba och kraftiga räntehöjningar när konjunktursvackan går mot sitt slut. Det finns anledning för både banker och hushåll att ordentligt ta höjd för detta i sina kalkyler.

Han noterade i detta sammanhang att den engelska tillsynsmyndigheten, FSA, i dagarna infört tydliga incitament för bankerna att begränsa sin utlåning till hushållen. Ökade krav på amortering och minskade belåningsgränser kan också användas i Sverige om man tycker att utvecklingen är på väg åt fel håll. I första hand ligger sådana åtgärder, som är mycket effektiva när det gäller att begränsa hushållsutlåningen, inom Finansinspektionens ansvarsområde. Men Riksbanken kommer att klargöra om vi tycker att utlåningen växer för snabbt. Att höja räntan tidigare än vad som kan motiveras av andra skäl, vilket Riksbanken gjort i andra sammanhang, är dock som han såg det inget alternativ i dagsläget. Just nu behövs en låg reporänta och den behövs under en förhållandevis lång period.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påpekade att BNP-tillväxten i Sverige för andra halvåret i år har reviderats upp men att tillväxtförloppet för nästa år i stort sett är detsamma som i september.

Hon upprepade att hon har en något mer positiv syn på den internationella utvecklingen men även med den omvärldsprognos som finns i huvudscenariot var hennes bedömning att exportprognosen är alltför försiktig. I huvudscenariot beräknas marknadstillväxten för svensk export öka med 5,7 procent nästa år. Det är en upprevidering med 2,5 procentenheter jämfört med i september. Samtidigt har prognosen för exporten reviderats upp med bara knappt en halv procentenhet. Månadsstatistiken visar redan på att exporten återhämtat sig och exportorderutfallet enligt SCB pekar mot fortsatt återhämtning. Indikatoren för exportorder enligt Konjunkturinstitutet har stigit stadigt sedan sommaren och samma delindikator i inköpschefsindex har stigit snabbt och resolut sedan årsskiftet. Hennes bedömning var att exporten nästa år kommer att bli starkare än i rapportens huvudscenario.

Hon påtalade att i september var hennes bedömning att även prognosen för privat konsumtion var alltför försiktig. Nu blir nedgången i år lägre än i förra prognosen dels därför att utfallet andra kvartalet blev något starkare än i snabbestimatet för nationalräkenskaperna, dels har prognosen för andra halvåret justerats upp marginellt. Men för nästa år är förloppet detsamma som tidigare. Hennes bedömning var att privat konsumtion kan bli starkare än i huvudscenariot och hon ville inte upprepa sina argument för det utan hänvisade till det hon sade i september.

Hon påpekade även att sysselsättningen enligt prognosen fortsätter att falla nästa år men fallet beräknas bli något mindre både 2010 och 2011 jämfört med prognosen i september. Det är en revidering åt rätt håll och hon kände sig inte främmande för att samma typ av revidering kommer att göras under kommande prognosomgångar.

Wickman-Parak ville passa på att kommentera något om att göra prognoser i skuggan av en finanskris och sättet att beskriva utvecklingen. Det görs ofta jämförelser med andra finansiella kriser och för Sveriges del är den givna jämförelsen vår egen hemmagererade 1990-talskris. Hon hänvisade till diagram 1:15 i rapporten som visar hur svensk ekonomi återhämtat sig efter olika recessioner. Med nuvarande huvudscenario tar det cirka 14 kvartal innan BNP åter når nivån som gällde före recessionen. Det är en lång period men det går något snabbare än efter 1990-talskrisen. Det verkar nästan vara någon sorts vedertagen sanning att så ska det alltid gå efter finansiella kriser.

Hon tyckte att det givetvis är bra att analysera historien och dra lärdomar. Men samtidigt är det lätt hänt att alltför långtgående paralleller dras. Den nuvarande krisen kom på Sverige utifrån och vi drabbades hårt av ett exceptionellt snabbt efterfrågebortfall från omvärlden. På 1990-talet kom inte tillväxtfallet lika abrupt och snabbt men vi fick se tre år av accelererande fall. Under pågående kris fick vi utstå ett stålbad när de offentliga finanserna sanerades. Denna gång har finanspolitiken istället verkat stimulerande.

När krisen slog till förra gången var hushållens ekonomiska ställning svag; till skillnad från nu hade de inget stort sparande i utgångsläget. Tvärtom, sparkvoten hade varit negativ i flera år. Det är också stor skillnad på hur hushållen drabbades även på andra sätt. Vi får nu i Sverige uppleva ett stort sysselsättningsfall; enligt huvudscenariot faller antalet sysselsatta med 180 000 personer mellan 2008 och 2012. Det är höga tal och penningpolitiken eller den samlade ekonomiska politiken har inte kunnat förhindra det. Men det kan inte mäta sig med 1990-talskrisen då sysselsättningen föll i flera år och med nästan 600 000 från topp till botten. Hushållen fick också i den förra krisen se bördan av ackumulerade skulder bli avsevärt tyngre när skattesystemet lades om och de därför drabbades av kraftigt stigande realräntor efter skatt. Den gången fick vi också se huspriser som föll med cirka 30 procent från topp till botten. Det går inte att överhuvudtaget likna vid det vi ser nu.

Hon ville därför betona att Sveriges egna förutsättningar att återhämta sig nu är betydligt mer gynnsamma än förra gången. Det kan givetvis gå sämre här hemma än vad huvudscenariot utvisar. Men den stora risken för att det ska gå så illa finns, som hon såg det i vår omvärld, det vill säga att det blir ett betydande bakslag i den internationella konjunkturen.

Wickman-Parak ställde sig bakom att räntan lämnas oförändrad på 0,25 procent. Detta givet det i utgångsläget nedpressade resursutnyttjandet och en inflation som inte utgör ett problem i dagsläget. Men hon poängterade att den reala ekonomin återhämtar sig, det sker

en normalisering efter en kris som varit snabbt påkommande och mycket djupgående. Hon menade att längre fram i den processen behöver räntan börja röra sig bort från sin nuvarande kristidsnivå. Hennes bedömning var nu liksom tidigare att räntan kan behöva höjas på senvåren eller sommaren. Därför reserverade hon sig mot räntebanan.

Hon uppgav att hon, som hon nämnde i protokollet i september, ser ett värde i processen att normalisera räntan sker gradvis för att därmed ge hushåll och företag bättre möjlighet att anpassa sig till en situation med högre räntor. Hon ville även upprepa att man under tidens gång ska vara observant på de obalanser som kan byggas upp när räntan hålls på låg nivå under lång period.

Slutligen uppgav hon att hon inte ställde sig bakom förslaget att ge ett fasträntelån till bankerna. Hon menade att Riksbanken idag bedriver en mycket expansiv penningpolitik och som hon såg det fanns det goda grunder för att avvakta med ytterligare påspädning via fasträntelån. Möjligheten att vidta sådana åtgärder finns alltid om det senare skulle visa sig att konjunkturåterhämtningen spårar ur.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ville kommentera några saker som sagts och granska argumenten för och emot den lägre reporäntebana som han förespråkar. Han menade att även om man tror på en bättre utveckling av realekonomin än vad som utgör huvudscenariot i rapporten blir resursutnyttjandet fortfarande lågt. Det kan inte anses finnas någon risk för att ekonomin förbättras så snabbt att den riskerar att bli överhettad. Om man ska fundera över vilken räntebana som är bäst om ekonomin utvecklas bättre borde man jämföra 2-3 olika reporäntebanor och jämföra utfall för inflationen och resursutnyttjandet i de olika fallen. Detta är dock ej gjort i rapporten, men om man skulle göra den analysen enligt metoden som presenteras i slutet av kapitel 2 i rapporten så skulle man se att en lägre bana är bättre även i det fallet.

Svensson konstaterade dessutom att andra prognosmakare systematiskt har lägre prognoser för inflationen och även lägre prognoser för resursutnyttjandet än vad Riksbanken har, så redan Riksbankens huvudscenario är alltså optimistiskt i jämförelse med övriga prognosmakares prognoser.

Ett annat motargument mot en lägre reporäntebana är utvecklingen av bostadspriserna. Svensson menade att det inte fanns några tecken på en bostadsprisbubbla i Sverige just nu. Det skulle i så fall röra sig om ett framtida problem. Han trodde inte att en reporäntenivå som låg 25 punkter lägre skulle spela någon roll för utvecklingen av bostadspriserna. Han hade fått tillfälle att fundera mer kring tillgångspriser och penningpolitik i samband med ett tal som han höll i Amsterdam i slutet av september om dessa frågor. Han påpekade då att tillgångspriser inte bör utgöra något mål för penningpolitiken och att hänsyn till utvecklingen av tillgångspriser bara bör tas i den mån de kan tänkas påverka inflationen och resursutnyttjandet. Bostadspriser kan vara en viktig del av den finansiella stabiliteten, men eventuella problem hanteras bättre med andra medel, som Nyberg redan påpekat, som begränsningar i belåningsgrad, krav på saklig information och realistiska boendekostnadsberäkningar för husköpare, och så vidare. Och som Ingves betonade visar ju reporäntebanan att reporäntan så småningom kommer tillbaka till en normal nivå som bör tas i beaktande vid beräkning av boendekostnaden. Reporäntan är ett trubbigt instrument med måttliga effekter på huspriserna. När man ska väga olika alternativa reporäntebanor mot varandra måste man beakta effekterna på resursutnyttjandet och inflationen. Även om

man skulle anse att bostadspriserna kan bli ett problem måste detta vägas mot vinsten av de 10 000 till 25 000 jobb som kan komma att räddas.

Svensson ville även kommentera Ingves antydning att en lägre reporänta skulle kunna påverka de finansiella marknadernas funktionssätt. I det sammanhanget kan man fråga sig om någon ny information har inkommit? Det finns nu en utförlig ekonomisk kommentar om detta av Meredith Beechey och Heidi Elmér på Riksbankens hemsida som systematiskt går igenom alla tänkbara problem. Där finner man inga tecken på att en reporänta på 0,25 procent skulle ha utgjort något som helst problem för de finansiella marknaderna. Nu finns det dessutom ytterligare några månaders erfarenhet med mycket låg reporänta och som flera direktionsmedlemmar redan har påpekat är de finansiella marknaderna på väg mot en normalisering. SEB och Swedbanks bokslut visar robusta räntenetton som skulle klara även en sänkning av reporäntan till noll. Svensson påpekade igen att de eventuella problemen på de finansiella marknaderna måste vägas mot de jobb som kan räddas. Han tyckte inte att motargumenten var övertygande.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** ville lägga till två kommentarer. För det första tyckte han att diskussionen idag överdriver oenigheten i direktionen. Han skulle istället vilja fokusera på enigheten om att alla gör bedömningen att en låg ränta behövs under en längre tid framöver. Sedan finns det nyansskillnader där Svensson vill ha en något lägre ränta medan Wickman-Parak och Nyberg gör bedömningen att räntan bör börja höjas lite tidigare. Däremot är det en större oenighet om lämpligheten av ytterligare utlåning till fast ränta.

För det andra behöver BNP-utvecklingen efter kriser analyseras mer. Det allmänna mönstret i samband med konjunkturedgångar är att BNP ökar långsammare än trend i konjunkturedgången och snabbare än trend i den kommande uppgången. Det gäller även vid större finansiella kriser. I rapportutkastet räknar man också med en BNP-tillväxt för Sverige de närmaste tre åren som är högre än trenden. Det som kan vara speciellt efter finansiella kriser är att uppgången blir långsammare och mer utdragen än efter andra lågkonjunkturer. Även vad som är en "normal BNP-nivå" efter krisen behöver analyseras mer. Hur mycket minskar "den normala BNP-nivån" i förhållande till trenden på grund av krisen?

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** höll med Öberg om att resursutnyttjandet, dess normala nivå och potentiell produktion bör undersökas ytterligare.

Riksbankschef **Stefan Ingves** höll med Öberg om att direktionen egentligen var ganska enig, det handlar inte om fundamentalt olika inriktning på penningpolitiken, utan snarare om gradskillnader. Det är i sin tur kanske inte så konstigt med tanke på den ovanliga period vi befinner oss i.

Ingves ville även kommentera Wickman-Paraks jämförelse med krisen på 1990-talet. Han höll med om att vi i Sverige nu har fler frihetsgrader än vad vi hade då, men att man samtidigt måste komma ihåg att omvärlden är i mycket sämre skick nu. Man kan därför inte förvänta sig att förloppen ska bli identiska mellan dessa två kriser, utan får agera utifrån en samlad bedömning där olika direktionsledamöter har lite olika syn.

Ingves ville även betona att hans tidigare inlägg om bostadspriserna berörde framtiden och hänvisade till fördjupningen om detta i rapportutkastet. Han påpekade även att man bör komma ihåg att en del åtgärder som Riksbanken vidtagit håller på att fasas ut av sig själva.

Efterfrågan på lånen till rörlig ränta verkar till exempel upphöra och då innebär ytterligare ett fasträntelån att nettot bibehålls.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** höll med Öberg om att hela direktionen är överens om att reporäntan bör vara låg under en lång tid. Han konstaterade även att det var lätt att hålla med Svensson om att 10 000 jobb bör räddas, men han menade att det resonemanget byggde på att man tror på prognosen i rapporten och modellerna som används för att räkna ut den siffran. Han trodde inte att situationen på de finansiella marknaderna tas med till fullo i sådana modeller.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade att Svenssons resonemang är intressanta, men att dessa inte gäller när man inte ställer sig bakom prognosen i rapporten. Hon konstaterade att det i diagrammet för medelkvadratgap i kapitel 2 inte finns någon utsatt punkt som skulle motsvara hennes bedömning. Hon menade att Svensson nog ska vara beredd på att svara på hur han kommit fram till intervallet 10 000-25 000 jobb.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** poängterade att hans allmänna ställningstagande i detta läge till förmån för en lägre räntebana inte var baserat på någon specifik modellberäkning, utan grundade sig på den allmänna insikten om att en lägre räntebana stimulerar ekonomin mer. Den specifika beräkningen av antalet räddade jobb utgår från tabell A12 i utkastet till penningpolitisk rapport. Det gäller alltså effekten på sysselsättningen av en förväntad reporäntebana som ligger 25 punkter lägre under ett år än huvudscenariot. I tabell A12 faller arbetsmarknadsgapet för 2010 med en lägre reporäntebana till -1,9 procent istället för till -2,1 procent, dvs. med 0,2 procentenheter mindre. Det motsvarar 10 000 räddade jobb. Beräkningen i tabell A12 är emellertid av tekniska skäl gjord under antagande om att den lägre reporäntan vid varje beslutstillfälle under det närmaste året kommer som en överraskning. Om den lägre reporäntebanan istället publiceras nu och i fortsättningen är förväntad blir effekten på sysselsättningen större. Beroende på vilka precisa antaganden man gör bedömer han att antalet räddade jobb under 2010 kan komma att ligga i intervallet 10 000 till 25 000.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Läget på de finansiella marknaderna har fortsatt att förbättras samtidigt som företag och hushåll är mer optimistiska om framtiden. Återhämtningen har inletts och BNP-utvecklingen i världsekonomin ser ut att bli något starkare än väntat. Men grunden är bräcklig och utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Sverige har drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden och återhämtningen kommer att ta tid.

För att ekonomin ska utvecklas stabilt och för att klara inflationsmålet på 2 procent behöver reporäntan fortsätta att vara låg under en lång tid framöver. Reporäntan bör därför vara oförändrad på 0,25 procent och räntan väntas ligga kvar på denna låga nivå fram till hösten 2010. Prognosen för reporäntan är densamma som i september.

Även om läget på de finansiella marknaderna har förbättrats är det ännu inte normalt. Fortfarande behövs kompletterande åtgärder för att penningpolitiken ska få avsedd effekt. Riksbankens bör därför låna ut ytterligare 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta med 11 månaders löptid. Det bör bidra till fortsatt låga räntor på lån till företag och hushåll.

Den låga räntan bidrar tillsammans med en ökad efterfrågan från omvärlden till att BNP-tillväxten i Sverige blir starkare framöver. Arbetsmarknaden släpar efter BNP-utvecklingen och först i början av 2011 ökar sysselsättningen igen. Därför väntas lönerna öka långsamt.

När konjunkturen återhämtar sig höjs reporäntan till mer normala nivåer för att få en balanserad ekonomisk utveckling och en inflation i linje med målet. Förändringarna i reporäntan påverkar bostadsräntorna som ingår i konsumentprisindex (KPI). Därför kommer det att bli stora kast i KPI framöver. Den underliggande inflationen mätt med KPIF (KPI med fast bostadsränta) ligger däremot stabil nära 2 procent under prognosperioden.

Osäkerheten om utvecklingen framöver är fortfarande stor. Det är möjligt att den internationella återhämtningen går fortare än vad som väntas i huvudscenariot till följd av det förbättrade läget på de finansiella marknaderna. Men det kan också tänkas att återhämtningen bromsas när de finanspolitiska stimulanspaketen runt om i världen så småningom fasas ut. Penningpolitiken beror därför som alltid 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 lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent och förslag om att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 22 oktober kl 9:30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procentenheter och att detta beslut tillämpas från och med den 28 oktober 2009,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 0,75 procent respektive inlåningsräntan på -0,25 procent med tillämpning från och med den 28 oktober 2009,
- att torsdagen den 22 oktober 2009 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 91 2009, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdag den 4 november 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 så att reporäntan hålls på denna nivå till och med tredje kvartalet 2010. Enligt Svensson innebär en sådan reporäntebana en bättre avvägd penningpolitik med lägre arbetslöshet, högre resursutnyttjande och en KPIF-inflation närmare målet, utan att medföra några problem för de finansiella marknadernas funktionssätt eller den finansiella stabiliteten.

Vice riksbankscheferna Lars Nyberg och Barbro Wickman-Parak ställde sig bakom beslutet att hålla reporäntan oförändrad på 0,25 procent men reserverade sig mot tillväxtprognoserna i den penningpolitiska rapporten och därmed den tillhörande

reporäntebanan. De motiverade sitt ställningstagande bland annat med en mer positiv syn på hur utvecklingen på de finansiella marknaderna kunde komma att påverka konjunkturen både i omvärlden och i Sverige. Därmed skulle räntan behöva höjas något tidigare än vad som prognostiseras i den penningpolitiska rapporten. De ansåg heller inte att ekonomin behövde stimuleras med ytterligare lån till bankerna till fast ränta, se särskilt protokoll nr 16.

Det antecknas också i detta protokoll att även förste vice riksbankschef Svante Öberg reserverade sig mot ytterligare ett lån till fast ränta mot bakgrund av det förbättrade läget på de finansiella marknaderna och lånets föreslagna längd, men ställde sig bakom beslutet om oförändrad reporänta och reporäntebanan, se särskilt protokoll nr 16.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg