



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 6

DATUM: 2009-12-15

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
Hans Dillén
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Johanna Fager Wettergren (§§1-3)
David Forsman (§§1-3)
Eric Frieberg
Jesper Hansson
Mia Holmfeldt (§1)
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson (§1)
Anna Lidberg (§1)
Tomas Lundberg (§§1-3)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Staffan Viotti

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

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

Mia Holmfeldt från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för utvecklingen av Riksbankens internationella stressindex, som är ett samlat mått på stress på penning-, obligations- och aktiemarknaden. Detta ligger nu på en relativt låg nivå, men fortfarande något över sitt historiska genomsnitt beräknat mellan 1997 och 2007. Den så

kallade TED-spreaden ligger till och med under sitt historiska genomsnitt, främst till följd av centralbankers och andra myndigheters åtgärder.

I det svenska stressindexet har samtliga delkomponenter ökat något under den senaste tiden. Detta var delvis en följd av oron för utvecklingen i exempelvis Dubai och Grekland.

Det statliga stödet till finansiella institut i Sverige är fortfarande stort. Riksbankens tre lån till fast ränta i penningpolitiskt syfte i juni, september och oktober utgör cirka tre fjärdedelar av Riksbankens volym av utestående lån. Dessa lån löper ut i sommar och under tidig höst. Sedan början av november utgörs Riksbankens utestående lån endast av lån i svenska kronor sedan samtliga lån i dollar löpt ut.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan direktionens möte den 9 december. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har meddelat att man förlänger programmet TARP och att förlusterna från detsamma nu väntas bli mindre än tidigare. Den brittiska centralbanken, Bank of England, har meddelat att köpen av värdepapper löper vidare men att de inte kommer att utökas. Centralbankerna i Schweiz och i Nya Zeeland har beslutat lämna sina styrräntor oförändrade, men den nya zeeländska centralbanken signalerar nu att styrräntehöjningar kan komma tidigare.

Räntedifferensen mellan grekiska och tyska statspapper med 10 års löptid har stigit markant under den senaste veckan. Kronan har försvagats något, antagligen till följd av oroligheterna på marknaderna i Grekland och Dubai.

Det har inkommit nya månadsdata på bostadspriser från Mäklarstatistik som visar på en liten prisnedgång i riket som helhet, men spridningen är stor mellan olika regioner.

Förväntningarna på penningpolitiken har skiftat ner något. Marknaden prissätter nu en räntehöjning som ligger lite längre fram i tiden än tidigare, vilket innebär att de närmar sig Riksbankens reporäntebana på kort sikt. På lite längre sikt ligger de nu lite mer under reporäntebanan än tidigare. Enligt marknadsbrevet förväntar sig analytikerna en oförändrad reporänta och oförändrad reporäntebana samt inget nytt lån till fast ränta vid dagens beslut.

Jesper Hansson, avdelningen för penningpolitik, presenterade en sammanfattning av underlaget till direktionens diskussion. Han konstaterade att underlaget i form av bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige hade diskuterats vid ett möte med direktionen den 9 december. Sedan dess har det inkommit ny statistik för svensk industriproduktion, som var svag, och orderingång, som var positiv. Det har även kommit ett nytt utfall för KPI-inflationen som låg i linje med prognosen. Slutligen har tillväxten i Japan under tredje kvartalet reviderats ned från nära fem procent till drygt en procent i uppräknad årstakt.

Förtroendeindikatorerna har fortsatt att stiga sedan oktober men uppgången är nu inte lika kraftig och i vissa fall sjunker något index. Industriproduktionen var svag i oktober i både euroområdet och Sverige. Utfallen för BNP för tredje kvartalet såväl i Sverige som i omvärlden låg i linje med Riksbankens prognos. Sysselsättningen i Sverige har däremot utvecklats något starkare än vad som förutsågs i prognoserna i september och oktober. Oljepriset är högre nu än tidigare under hösten.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att återhämtningen i världsekonomin fortsätter, men att det trots detta fortfarande finns gott om lediga resurser, vilket ger ett lågt inflationstryck. Inflationen mätt med KPIF kommer att ligga nära 2 procent i slutet av prognosperioden.

Sedan i juli har prognoserna för BNP i omvärlden och i Sverige reviderats upp med cirka tre procent i nivå för 2012 sedan prognoserna i juli. Trots detta kommer resursutnyttjandet att vara lågt under hela prognosperioden och prognosen för arbetslösheten har bara reviderats ner med knappt en procentenhet sedan i juli. Samtidigt har inflationsprognosen reviderats ner sedan i juli, främst till följd av prognostiserad starkare kronkurs, lägre prognos för inflationen i omvärlden, lågt lönetryck och lite lägre hyreskostnader än väntat. Reporäntan föreslås därför i huvudscenariot i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen ligga kvar på 0,25 procent för att sedan höjas till mer normala nivåer med början under hösten 2010, vilket innebär att reporäntebanan från oktober lämnas oförändrad.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** meddelade att han instämmer i bilden av den internationella utvecklingen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Finansmarknaderna fortsätter att förbättras. BNP-tillväxten beräknas bli långsam i euroområdet, men något starkare i USA. Pris- och löneökningarna hålls nere av ett lågt resursutnyttjande. Asien har klarat sig förhållandevis bra i den finansiella krisen och förväntas få en hög BNP-tillväxt. Baltikum och särskilt Lettland är fortsatt ett problemområde.

Revideringarna är marginella jämfört med prognosen i oktober. Den nuvarande prognosen innebär en något starkare BNP-tillväxt 2010, men en något lägre inflation 2011 och 2012. Det finns en betydande osäkerhet om vilken kraft det är i återhämtningen. Det är tydligt att botten är passerad i den internationella lågkonjunkturen. Men uppgången den närmaste tiden kommer delvis att drivas av tillfälliga faktorer som effekterna av mycket expansiv finans- och penningpolitik och en lagercykel. Det finns därför en risk att tillväxten kommer att dämpas igen när väl effekten av de tillfälliga stimulanserna avtar.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** uppgav att han delar den syn på utvecklingen i omvärlden som förs fram i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Men han ville betona att även om återhämtningen i världsekonomin fortsätter och situationen på de finansiella marknaderna förbättrats något sedan i oktober finns det, som i oktober, fortfarande behov av en expansiv penningpolitik i Europa och USA. Riskerna med att avbryta den expansiva penningpolitiken för tidigt är fortfarande större än riskerna med att den fortsätter för länge.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** meddelade att hon också delar den syn på konjunkturutsikterna i omvärlden som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning. När det gäller utvecklingen framöver såg Ekholm dock en del risker. Medan tillväxtekonomierna i Asien och Latinamerika uppvisar ganska god tillväxt, uppvisar industriländerna i Europa och Nordamerika fortfarande låg tillväxt. Det faktum att olika delar av världsekonomin utvecklas olika leder till vissa problem som berör penningpolitiken.

Det har rapporterats om stora kapitalinflöden till flera av "tillväxtekonomierna". Dessa inflöden tenderar att pressa upp priserna på olika tillgångar – det har till exempel

rapporterats om stigande bostadspriser i flera asiatiska länder. Samtidigt talar erfarenheterna från Asienkrisen på 1990-talet för att dessa flöden kan vända abrupt, vilket skapar risk för kraftiga fall i tillgångspriser någon gång i framtiden.

En bidragande faktor till dessa kapitalinflöden är skillnaden i räntenivå mellan de "gamla" industriländerna, som håller låga räntor för att understödja återhämtningen i sina ekonomier, och dessa "tillväxtekonomier". De låga räntorna i bland annat USA gör det lönsamt att låna i dollar för att placera i valutor som ger högre avkastning vid givna växelkurser. Flera av de länder som nu får inflöden av kapital är ovilliga att låta sina valutor appreciera mot den amerikanska dollarn, trots att kapitalinflödet skapar ett apprecieringstryck. Det är begripligt i ljuset av erfarenheterna från Asienkrisen. Växelkursen kan bli mycket volatil om den anpassas fullt ut till mycket volatila kapitalflöden. Men samtidigt förstärker troligtvis oviljan att låta växelkursen appreciera tendenserna till kapitalinflöden, eftersom det gör att de som placerar pengar på detta sätt inte bara kan ta hem skillnaden mellan räntan på dollarlån och avkastningen på de tillgångar som de placerar i, utan dessutom eventuellt kan vinna på att värdet på dollarlånen faller relativt värdet på tillgångarna utifall det ändå blir så att valutan apprecierar i förhållande till dollarn.

Ekholm menade att det är svårt att säga vad de kapitalflöden som vi ser nu får för konsekvenser för hur världsekonomin utvecklar sig framöver, men att det finns en risk att nya obalanser byggs upp. Utvecklingen i de ekonomier som nu går ganska bra kan komma att påverkas framöver antingen av tendenser till tillgångsprisbubblor eller apprecierande valutor, som påverkar deras konkurrenskraft i negativ riktning. När det gäller utvecklingen framöver för de "gamla" industriländerna så kan man förvänta sig att den påverkas av behovet av att sanera statsfinanserna, vilka har försämrats mycket kraftigt under lågkonjunkturen. Sammantaget medför detta en del risker för utvecklingen i omvärlden framöver.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** noterade att de finansiella marknaderna har fortsatt att stabiliseras och visat sig tåla störningar som de från Dubai eller från Grekland utan att nämnvärt påverkas. Det är ett styrketecken eftersom känsligheten för störningar varit en källa till oro. Samtidigt har spreadarna pressats ytterligare och tillgången till olika marknader ökat. Marknaden för värdepapperiserade bostadslån har försiktigt öppnat och några stora "private equity" finansieringar har också gått att göra. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har alltså fortsatt i tydlig positiv riktning sedan det förra penningpolitiska mötet. I banksystemen finns dock fortfarande betydande hål i balansräkningarna som måste fyllas med nytt kapital.

Nyberg uppgav att han delar i allt väsentligt den syn på realekonomin som framkommer i den penningpolitiska uppföljningen. Jämfört med situationen i juli är prognoserna för världsekonomin betydligt uppjusterade. Världshandeln har vänt uppåt efter den kraftiga nedgången förra hösten och vintern. Sedan det senaste penningpolitiska mötet har tillväxten i USA och i Europa sakta ökat ungefär som förväntat. Det är mest tillväxten i Asien och i Brasilien som fortsatt att överraska. Härifrån kommer en större draghjälp i konjunkturuppgången än förväntat bara för några månader sedan, vilket får positiva effekter både i USA och i Europa. Än så länge är dock dessa effekter relativt små. Men konjunktursvackan i Asien och delar av Sydamerika förefaller att bli väsentligt grundare och kortare än befarat.

Baksidan av denna utveckling – och av de injektioner av likviditet som världens centralbanker levererat till marknaderna - är att betydande kapitalflöden söker sig till tillväxtländerna, bland annat, men inte endast, via så kallade "carry-trades". Det driver upp tillgångspriserna och tenderar att skapa bubblor, inte minst på marknaderna för bostäder och kommersiella fastigheter. Även växelkurserna pressas upp i den mån de inte är fixerade mot dollarn, vilket påverkar lönsamheten i exportindustrin. Men kapitalflöden av detta slag kan snabbt försvinna, vilket många asiatiska länder lärde sig under den förra krisen. En växande oro för hur de starka kapitalflödena kan påverka den reala ekonomin är därför befogad.

Riksbankschef **Stefan Ingves** gav sitt stöd till den bedömning av den framtida konjunkturutvecklingen i omvärlden som redovisas i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen, och avsåg inte att upprepa analysen i den. Istället valde Ingves att lyfta fram olika riskmoment. Till grund för återhämtningen ligger en expansiv ekonomisk politik. Här krävs svåra avvägningar. Osäkerheten om hur stabil återhämtningen blir är fortfarande stor.

Det brukar dröja länge innan alla effekter av en finansiell kris slutar dämpa den reala ekonomin. Det gäller till exempel effekten av lägre huspriser i länder med stora husprisstegringar före krisen. Det gäller även arbetslösheten som tenderar att bli kvar på höga nivåer i samband med en finansiell kris. Till detta kommer risken att den finansiella krisen innebär en nedgång i den potentiella produktionen. En sådan utveckling kunde observeras i samband med den svenska 1990-talskrisen och efter asienkrisen på 1990-talet och enligt IMF är det en uppenbar risk även idag i flera länder.

Inom euroområdet är utlåningen till både företag och hushåll nära noll och alla bankproblem är inte över. Samtidigt sker en avveckling av olika stödåtgärder, vilket leder till att allt fler banker måste klara sin finansiering på egen hand eller på ett eller annat sätt omstruktureras. Detta talar för ett fortsatt svagt kreditutbud och en utdragen återhämtning. I USA är nu andelen bostadslån med problem cirka 10 procent och siffrorna stiger snabbt. Vidare väntas många små och medelstora företag ha fortsatta problem, vilket också hämmar återhämtningen. Det talas ibland om "jobless growth" men i både Europa och USA kan man nu tala om "loanless growth".

Den expansiva finanspolitiken har lett till en snabbt stigande statsskuld i många länder. Dessa länder kan inte fortsätta med en expansiv finanspolitik särskilt länge till. Detta leder till en lägre stimulans av efterfrågan och eventuellt stigande långräntor, två faktorer som båda håller tillbaka återhämtningen.

Ingves anknöt även till de resonemang om globala obalanser, kapitalflöden och "carry-trade" som Ekholm hade diskuterat tidigare. Han höll med henne om att denna utveckling kan leda till tvära kast i kapitalflödena med därtill hörande problem.

Mot dessa risker ska ställas att både världsekonomin och de finansiella marknaderna fungerar avsevärt mycket bättre än för ett år sedan. Problemen är dock inte över och nya problem har tillkommit. Mot denna bakgrund är det rimligt att anta en måttlig global tillväxt, ett lågt inflationstryck och stora negativa produktionsgap på många håll.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** sa hon delade synen på de risker förknippade med globala obalanser och kapitalflöden till tillväxtekonomierna som några kollegor i

direktionen hade lyft fram. Hon avsåg dock inte att utveckla detta resonemang vidare utan valde att kommentera konjunkturutsikterna i omvärlden i ett kortare tidsperspektiv.

Wickman-Parak fortsatte med att konstatera att hon sedan lång tid tillbaka har haft en mer positiv syn på tillväxtmöjligheterna internationellt och att hon därför välkomnade de uppjusteringar av omvärldstillväxten som genomförts vid de senaste prognosomgångarna. Jämfört med i somras är det en betydande förändring. Bilden av ett stort fall i år kvarstår men det blir inte riktigt så illa som prognosen då utvisade. Viktigare är att tillväxten nästa år nu ser betydligt ljusare ut. Exempelvis räknade Riksbanken i somras med att BNP hos Sveriges viktigaste handelspartners skulle vara i stort sett oförändrad 2010. Nu landar prognosen på en tillväxt om cirka 1,5 procent och för 2011 är det också en liten uppjustering jämfört med i juli.

Jämfört med i oktober är prognosen för USA oförändrad både nästa år och 2011. Wickman-Parak bedömde att tillväxten blir något högre än så nästa år. Det får i sin tur återverkningar på euroområdet och övriga delar av världen. Wickman-Parak poängterade att hon vid flera tillfällen tidigare har understrukit vikten av att bostadsmarknaden i USA har förstärkts både vad gäller försäljning, priser och lager. Den utvecklingen har fortsatt och under tredje kvartalet ökade bostadsinvesteringarna efter att ha fallit kontinuerligt i tre och ett halvt år. Man ska inte dra för stora växlar på ett enskilt kvartal men det är en rimlig bedömning att bostadsbyggandet framöver kommer att ge växande bidrag till BNP.

Det har kommit in annan positiv statistik från USA senaste tiden. Som var känt redan tidigare ökade hushållens konsumtion tredje kvartalet i år även om en stor del berodde på tillfälliga rabatter för nybilsköp. Men detaljhandeln för oktober och november visar på en fortsatt stadig ökning även nu när rabatterna inte är i kraft. Men till det mest positiva hör betydligt bättre siffror på arbetsmarknaden. Den senaste siffran, för november, överraskade mycket positivt. Sysselsättningen minskade då med bara 11 000 personer. Dessa siffror revideras ofta så enstaka månader ska tolkas försiktigt. Men om man jämför den senaste tremånadersperioden finner man att sysselsättningen minskat med i genomsnitt cirka 85 000 arbetstillfällen per månad. Första kvartalet i år försvann i genomsnitt nästan 700 000 arbetstillfällen per månad. Värt att notera är att antalet temporärt anställda ökat mycket kraftigt de senaste månaderna. Det brukar vara en mycket god indikator på en kommande ökning i den reguljära sysselsättningen.

Det som kan observeras på arbetsmarknaden rimmar ganska väl med tidigare erfarenheter. I genomsnitt brukar det vara en fördröjning på ett till två kvartal mellan BNP-tillväxt och ökning i sysselsättningen. I denna nedgångsperiod har sysselsättningen fallit mer i relation till BNP än vad som varit fallet i tidigare nedgångsperioder. Det talar för en snabbare återgång till ökad sysselsättning. Produktiviteten har hållit sig förhållandevis väl uppe och de senaste kvartalen har den ökat starkt. Det borde inte finnas så mycket kvar att få ut i produktivitetsvinster. För det talar också det faktum att den nu passerade recessionen inte föregicks av någon stark uppgång i företagens investeringar och att de sedan fallit mycket brant så att investeringskvoten kommit ner på en historiskt låg nivå.

Wickman-Parak gjorde bedömningen att sysselsättningen i USA skulle öka under loppet av nästa år, vilket skulle ge ett välkommet stöd till den privata konsumtionen. Det är viktigt med tanke på att man inte kan räkna med en lånefinansierad konsumtion likt den som var före krisen. Så, avslutningsvis, menade hon att trots att hon håller med om de stora linjerna i

uppföljningens prognos, så gjorde hon bedömningen att den internationella tillväxtprognosen framförallt för nästa år ligger något i underkant.

Risikbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen om den internationella utvecklingen med att direktionen väsentligen stödjer den bedömning som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Den globala ekonomin återhämtar sig och de finansiella marknaderna fungerar allt bättre men det finns betydande risker förknippade med denna bedömning.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att instämma i bilden av den svenska utvecklingen i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Framöver väntas en god BNP-tillväxt, men trots det ett lågt resursutnyttjande och en underliggande inflation som ligger strax under 2 procent under större delen av prognosperioden. Öberg meddelade att han också stöder förslaget att lämna reporäntan oförändrad och den räntebana som redovisas i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen.

Revideringarna är marginella jämfört med prognoserna i den penningpolitiska rapporten i oktober. BNP-tillväxten över hela prognosperioden är densamma, arbetsmarknaden utvecklas något bättre men inflationen är något nedreviderad. Det finns därför inte någon anledning att ändra bedömningen av penningpolitikens inriktning från i oktober.

Öberg ville däremot kommentera konjunkturläget. Även om det är tydligt att botten på lågkonjunkturen har passerats även i Sverige, så är det ännu inte någon kraft i uppgången. Efter en sänkning av BNP-nivån med över 6 procent mellan första kvartalen 2008 och 2009 har BNP stigit med sammanlagt 0,5 procent under andra och tredje kvartalet.

Det man ser nu är också en tudelad ekonomi, med en betydligt sämre situation i den exportberoende industrin, men en inte lika besvärlig situation i tjänstesektorn. Industriproduktionen har fallit betydligt mer än tjänsteproduktionen. Ännu har inte någon stabil uppgång setts i produktionen i vare sig industrin eller tjänstesektorn.

Det finns också en betydande osäkerhet om kraften i konjunkturuppgången framöver. Det är rimligt att som i den penningpolitiska uppföljningen räkna med en ganska god BNP-tillväxt de närmaste åren. Men det återstår fortfarande att se hur hållbar återhämtningen är. Även i Sverige är uppgången den närmaste tiden delvis driven av tillfälliga faktorer som en mycket expansiv finans- och penningpolitik och en lagercykel. Prognosen bygger dessutom på att världsmarknaden ökar kraftigt, att den privata konsumtionen ökar i god takt trots att hushållens inkomstutveckling är svag, att den offentliga sektorn fortsätter att öka sin sysselsättning och att investeringarna ökar starkt trots lågt kapacitetsutnyttjande och svag lönsamhet. Det kan visa sig vara för optimistiskt.

Resursutnyttjandet kommer att vara lågt under prognosperioden trots att Riksbanken räknar med en ganska god BNP-tillväxt. Det gäller även om tillväxten skulle bli lite högre. Därmed kommer pris- och löneutvecklingen att bli långsam. Arbetskraftskostnaderna per producerad enhet, som har stigit med cirka 5 procent per år i tre år, beräknas de närmaste tre åren bli i stort sett oförändrade. Kronan bedöms fortsätta att stärkas. Det gör att inflationstrycket

kommer att vara lågt under prognosperioden, kanske till och med lägre än vad Riksbanken räknar med.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att säga att han delar den syn på den ekonomiska utvecklingen i Sverige som förs fram i utkastet till penningpolitisk uppföljning, men han ansåg att en lägre reporäntebana än den i huvudscenariot leder till ett bättre utfall för inflationen och resursutnyttjandet.

Med en flexibel inflationsmålpolitik syftar ju penningpolitiken till att stabilisera både inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Som Finansutskottet uttrycker det i betänkandet 2007 om den utvärderingen som Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin gjorde av penningpolitiken 1995-2005 (2006/07:FiU27): "Utskottet anser att den svenska penningpolitiken bör bedrivas på ett flexibelt sätt och att politiken bör inriktas på att stabilisera såväl inflations- som sysselsättnings- och produktionsutvecklingen." Inom parentes kan det noteras att det inte sägs något om att stabilisera räntan eller att undvika mycket höga eller mycket låga räntor.

Det gäller att bestämma 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 båda inflationen och resursutnyttjandet. I nuvarande läge, som i oktober, kan man faktiskt hävda att det inte finns någon konflikt.

I detta utkast till penningpolitisk uppföljning finns ett huvudscenario med en reporäntebana som överensstämmer med huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten i oktober, dvs. med en reporänta på 25 punkter fram till hösten 2010. Det ger en prognos för KPIF som ligger under inflationsmålet under prognosperioden och en prognos för resursutnyttjandet som ligger mycket lågt och förblir lågt under hela prognosperioden. Svensson hävdade att en lägre reporäntebana än den i huvudscenariot stabiliserar såväl inflationen som resursutnyttjandet bättre.

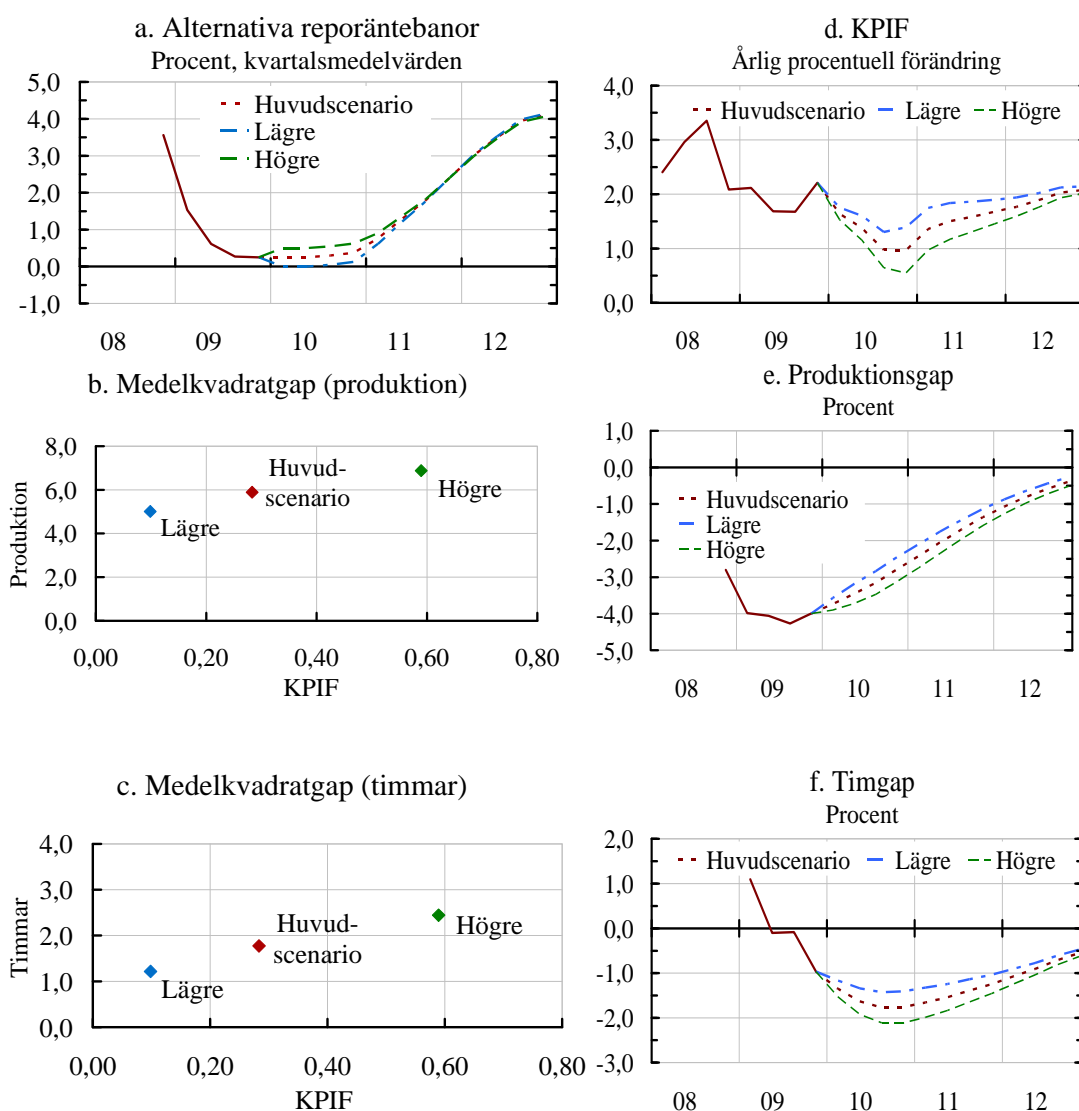
Penningpolitiken har stora effekter på inflation och realekonomi. Direktionen har ett stort ansvar för sina beslut och deras konsekvenser för inflation och realekonomi. Det är viktigt att Riksdagen, Finansutskottet och externa bedömare kan granska och utvärdera penningpolitiken och bedöma om direktionen har fattat rätt beslut och om penningpolitiken är väl avvägd. Som Finansutskottet uttrycker det i tidigare nämnda betänkande: "En flexibel penningpolitik kräver, enligt utskottets bedömning, en starkt utvecklad öppenhet och att Riksbanken mycket tydligt redovisar varför olika räntebeslut tagits. Det är också en förutsättning för att penningpolitiken ska kunna granskas och utvärderas."

För att Riksbanken "mycket tydligt" skall kunna redovisa varför olika räntebeslut tagits krävs enligt Svenssons mening att olika möjliga penningpolitiska alternativ och deras konsekvenser för inflation och realekonomi diskuteras och bedöms. Genom att jämföra med alternativen kan ett visst beslut bäst motiveras. Det gäller alltså att klargöra vilka rimliga och möjliga alternativa räntebanor som finns, och vilka konsekvenser dessa alternativa räntebanor får för prognosen för inflationen och resursutnyttjandet.

I den penningpolitiska rapporten finns det normalt alternativa räntebanor (räntescenarier) med motsvarande alternativa prognoser för inflation och realekonomi. Hittills har det inte

funnits några alternativa reporäntebanor i den penningpolitiska uppföljningen. Där finns bara en enda räntebana, huvudscenariot, och motsvarande prognos för inflation och realekonomi. Men utan alternativa räntebanor är det inte möjligt att bedöma om direktionen fattar rätt beslut. Därför ansåg Svensson att alternativa räntebanor och motsvarande prognoser bör redovisas även i den penningpolitiska uppföljningen. Eftersom han ansåg att alternativa räntebanor är nödvändiga för en korrekt bedömning av om penningpolitiken är rätt avvägd så ville han ta med ett diagram med penningpolitiska alternativ i protokollet (diagram 1).

Diagram 1 Penningpolitiska alternativ, december 2009



Källor: SCB och Riksbanken

Dessa diagram visar konsekvenserna för prognosen för inflationen och resursutnyttjandet av alternativa räntebanor. De visar också de så kallade medelkvadratgap som introducerades i en fördjupning i den senaste penningpolitiska rapporten. Medelkvadratgapet för inflationen mäter gapet mellan inflationsprognos och inflationsmål, mera precist som den

genomsnittliga kvadrerade avvikelser mellan inflationsprognos och inflationsmål under prognosperioden. Ett lägre medelkvadratgap för inflation innebär en bättre målpuppfyllelse av inflationsmålet, dvs. en bättre stabilisering av inflationen runt inflationsmålet.

Medelkvadratgapet för resursutnyttjandet, mätt som produktionsgap eller timgap, mäter avvikelser mellan resursutnyttjandeprognois och normalt resursutnyttjande. Ett lägre medelkvadratgap för resursutnyttjandet innebär en bättre målpuppfyllelse när det gäller stabiliseringen av resursutnyttjandet runt en normal nivå.

De alternativa prognoserna för inflation och resursutnyttjande är som vanligt beräknade med hjälp av Riksbankens modell Ramses. Speciellt är de beräknade med så kallade förväntade avvikelser från huvudscenariots reporäntebana. Det motsvarar en situation där Riksbanken transparent och tydligt annonserar en alternativ räntebana som den avser följa och som påverkar marknadsförväntningarna och därmed inflation och realekonomi.

Man kan också beräkna de alternativa prognoserna för inflation och resursutnyttjande med s.k. oförväntade avvikelser från huvudscenariots reporäntebana. Det motsvarar den märkliga situation där Riksbanken missledande annonserar huvudscenariots reporäntebana men planerar att vid varje senare beslutstillfälle överraska marknaden och de ekonomiska aktörerna med att avvika från den annonserade räntebanan. Detta är motsatsen till den transparenta och tydliga penningpolitik som Riksbanken säger sig och bör bedriva. Därför är det rimligt att beräkna de alternativa prognoserna för inflation och realekonomi under antagande om förväntade avvikelser från huvudscenariot. Effekterna av förväntade avvikelser blir något större än effekterna av oförväntade avvikelser.

Den avvikelse från huvudscenariots reporäntebana som visas i dessa diagram är en sänkning respektive höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter under 4 kvartal. Efter detta återgår de alternativa reporäntebanorna till huvudscenariots reporäntebana gradvis i enlighet med Riksbankens historiskt skattade reaktionsfunktion.

En sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter under 4 kvartal leder allt annat lika till en ökning av inflationen med drygt 0,4 procentenheter, en sänkning av realräntan med 0,7 procentenheter, en ökning av produktionen och produktionsgapet med drygt 0,4 procent respektive procentenheter, och en ökning av antalet arbetade timmar med cirka 0,35 procent. Om sysselsättningen varierar ett till ett med arbetade timmar så ökar sysselsättningen då med cirka 0,35 procent.

0,35 procent av en uppskattad potentiell sysselsättning på lågt räknat 93 procent av en arbetskraft på cirka 5 miljoner är drygt 16 000 jobb. Att räkna med 93 procent här är alltså att anta en ganska hög långsiktig arbetslöshet på 7 procent. En ökning med drygt 16 000 ligger alltså inte så långt från mitten i det intervall mellan 10 000 och 25 000 räddade jobb som Svensson nämnde vid det penningpolitiska mötet i oktober. Sammanfattningsvis så ger alltså en sänkning av reporäntebanan med 25 punkter under 4 kvartal allt annat lika en ökning av inflationen på drygt 0,4 procentenheter och, om sysselsättningen varierar ett till ett med arbetade timmar, en ökning av sysselsättningen med ca 0,35 procent vilket motsvarar drygt 16 000 jobb.

Dessa siffror och skattade effekter av en räntesänkning är inte det sista ordet. Givetvis kommer det i framtiden ytterligare utvecklingar av Ramses och andra modeller, fler empiriska skattningar och nya erfarenheter som kommer att leda till revideringar av dessa

siffror. Men dessa siffror är det *senaste* och *bästa* ordet utifrån nu tillgänglig information och kunskap, och därmed det bästa som finns att utgå ifrån nu.

På samma sätt är kanske inte medelkvadratgapen det sista ordet när det gäller att mäta Riksbankens måluppfyllelse. Men man kan nog med fog hävda att de är det hittills bästa sättet att mäta måluppfyllelsen, dvs. i vilken utsträckning Riksbanken lyckas att, med Finansutskottets ord, "stabilisera såväl inflations- som sysselsättnings- och produktionsutvecklingen".

Om huvudscenariots räntebana utgör en väl avvägd penningpolitik så bör man kunna visa att en högre eller en lägre räntebana ger en sammantaget sämre stabilisering av inflationen och resursutnyttjandet än huvudscenariot. Svensson hävdade att det bifogade diagrammet är klagörande. Där visas att den lägre reporäntebanan ger både en högre prognos för inflationen mätt med KPIF som ligger närmare inflationsmålet (som visas i panel d) och en högre prognos för resursutnyttjandet, mätt med produktionsgapet (panel e) eller gapet för arbetade timmar (panel f), som även med den lägre räntan är lågt men inte fullt lika lågt som i huvudscenariot. Liksom i oktober så stabiliserar en lägre reporäntebana än den i huvudscenariot både inflation och resursutnyttjandet bättre.

I panel b, där medelkvadratgapen för produktionen och inflationen visas, ser man att den lägre reporäntebanan leder till ett lägre medelkvadratgap för både inflationen och produktionsgapet. Jämfört med i oktober är nu skillnaden för inflationsgapet betydligt större än den var då, så både inflationen och resursutnyttjandet talar för den lägre reporäntebanan. I panel c, med medelkvadratgapen för arbetade timmar och inflationen, ser man samma resultat, att en lägre reporäntebana är bättre, när man använder timgapet som mått på resursutnyttjandet. Svensson betonade på nytt att om timmar och sysselsättning varierar ett till ett så medför den lägre reporäntebanan att antalet räddade jobb kan bli drygt 16 000. Detta är en väntevärdesprognos, det faktiska antalet räddade jobb kan bli högre eller lägre. Svensson menade att det dock borde hålla sig inom det intervall på 10 000 till 25 000 som han nämnde i oktober.

Mot bakgrund av detta förordade Svensson den lägre räntebanan som visas i diagrammet, där räntan sänks med 0,25 procent till noll och ligger 0,25 procent lägre än i huvudscenariot till och med tredje kvartalet 2010 och sedan gradvis återgår till huvudscenariots reporäntebana.

Kan det vara något problem med att sänka reporäntan till noll? Nej, det finns inga tecken på att detta skulle medföra något problem för de finansiella marknaderna. Svensson menade att han senast i oktober hävdade att all information tyder på att de finansiella marknaderna utan problem kan hantera räntor som är noll eller till och med negativa. Sedan dess har läget på de finansiella marknaderna förbättrats ytterligare och börjat normaliseras. Reporäntan har legat på 0,25 procent sedan i juli. Tomorrow-next-räntan har varit nere på 0,15 procent och i enstaka fall ännu lägre. I USA, Schweiz och Japan har man ännu lägre räntor utan några problem för de finansiella marknaderna. I USA har man ju ett intervall mellan 0 och 0,25 procent för Federal funds rate, och i Schweiz har man haft reporäntor nere på 0,02 procent. I Japan har man länge haft en styrränta på 0,10 procent. De svenska bankernas bokslut har visat att de tjänar bra med pengar, och de skulle utan problem kunna hantera en lägre reporänta. Den större likviditet, bättre realekonomiska utveckling och svagare krona som skulle följa en lägre reporänta borde innebära mindre kreditrisk i bankernas lån till företag

och hushåll och att bankernas låneportfölj borde således bli säkrare. Normalt går ju också bankaktier upp vid lägre styrränta. Den finansiella stabiliteten skulle därför förbättras med en lägre reporäntebana. Skulle det ändå mot förmodan bli något problem för någon finansiell delmarknad måste det vägas mot de drygt 16 000 jobb som kan räddas och mot att inflationsmålet uppfylls bättre.

En möjlighet är ju att realekonomin kan komma att förbättras snabbare än i Riksbankens prognos. Detta är dock inte något argument mot en lägre reporäntebana, eftersom en bättre realekonomisk utveckling bara skulle innebära att resursutnyttjandet blir mindre lågt under prognosperioden, men det kommer fortfarande att vara lägre än normalt och arbetslösheten kommer fortfarande att vara högre än normalt. Det är inte troligt att realekonomin skulle kunna förbättras så snabbt att den svenska ekonomin blir överhettad eller att inflationen mätt med KPIF skulle bli för hög i förhållande till målet. Skulle det mot förmodan uppstå sådana tendenser kommer det att märkas i tid, och det finns då ingen begränsning på hur snabbt reporäntebanan kan höjas för att motverka en överhettning.

För att bäst kunna avgöra vilken reporäntebana som är väl avvägd vid en bättre realekonomisk utveckling behövs dock alternativa räntebanor som i det bifogade diagrammet, med prognoser för inflation och resursutnyttjande beräknade under antagande om en bättre realekonomisk utveckling.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** konstaterade att reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen är oförändrad jämfört prognosen i oktober. Förändringarna i tillväxtprognoserna är ganska små och det är endast när det gäller arbetsmarknaden som en mer noterbar revidering till det bättre ägt rum sedan sist. Samtidigt har inflationsprognosen justerats ner till följd av nedjusterad omvärldsinflation och en starkare prognos för kronkursen samt att hyreshöjningarna nästa år beräknas bli lägre än vad som tidigare förutsetts. Så ser det ut i detta mycket näraliggande perspektiv.

Wickman-Parak ansåg att det för hennes del är mer naturligt att jämföra med vad som hänt under hela den period som räntebanan legat oförändrad, det vill säga från juli. Hon påminde om att hon redan har pekat på att tillväxten i omvärlden har justerats upp ganska väsentligt. För Sveriges del beräknas BNP öka med 2,5 procent 2010, det är cirka 1,5 procentenheter mer än vad som förutsågs i somras. Den ökningen utgår också från en mindre nedpressad nivå eftersom BNP-fallet i år beräknas bli cirka en procentenhet lägre än prognosen i somras.

För sysselsättningen gäller samma sak som för BNP-prognosen; den utgår från en mindre nedpressad nivå än vad som tidigare förutsågs och utvecklingen framöver blir starkare än vad som tidigare förutsetts. I år beräknas sysselsättningsfallet mätt i arbetade timmar bli 2,5 procent, jämfört med beräknade 3 procent så sent som i oktober och nästan 4 procent i somras. Fallet i arbetade timmar beräknas bromsa upp till 1,3 procent nästa år, vilket är drygt en procentenhet mindre fall än i prognosen från i somras.

Som framgår av utkastet till penningpolitisk uppföljning har kostnadstrycket mätt med enhetsarbetskostnader ökat med nära 6 procent under 2008. För hela 2009 beräknas enhetsarbetskostnaderna öka med nära 5 procent, vilket är ungefär en procentenhet högre än prognosen i juli. De kommande två åren beräknas produktiviteten återhämta sig och enhetsarbetskostnaderna beräknas falla och det med någon tiondelsprocent mer än vad som förutsågs i somras. Men sett över hela 3-årsperioden 2009-2011 ökar kostnadstrycket något mer än vad som beräknades i somras.

Omvärldsinflationen har betydelse för den importerade inflationen i Sverige. Jämfört med i oktober har den justerats ned ett par tiondels procent 2011. Men jämfört med i somras ligger den dock högre för 2010 och är ungefär densamma för 2011. Det kan också nämnas att oljeprisprognosen nu ligger högre både jämfört med i oktober och också i jämförelse med i juli.

På punkt efter punkt har prognoserna justerats på ett sätt som skulle motivera en högre inflationsprognos och därmed en högre reporänteprognos jämfört med i juli när den nuvarande räntebanan lades fast. Det är rimligt att anta att lägre hyreshöjningar drar ner inflationsprognosen nästa år men den stora skillnaden bottnar i prognoserna om en starkare krona 2010 och 2011. Wickman-Parak sa att hon avsåg att återkomma till det.

Hon påpekade att vid förra mötet var hennes syn att både den privata konsumtionen och exporten skulle ge större bidrag till tillväxten och hon välkomnade de prognosupjusteringar som nu gjorts. Wickman-Parak tillade att hennes bedömning dock var att exporten fortfarande kan ge ett större bidrag till tillväxten än vad som ligger i prognosen. Även när det gäller arbetsmarknaden kan upjusteringar bli aktuella framöver.

Den starkare kronan spelar en stor roll för inflationsprognosen men också för export- och importprognoserna. Vis av erfarenheten menade hon att man inte bör lägga så stor vikt vid denna variabel då träffsäkerheten i prognoserna inte brukar vara den bästa. Däremot kan det noteras att kostnadsnivån är hög i utgångsläget, att företagens vinstandelar är nedpressade och att en starkare efterfrågan kan leda till att företagen via ökade priser pressar upp sina marginaler. Även om detta inte är nära förestående så är det ju inflationsprognosen längre fram som är den väsentliga. Som nämnts vid tidigare tillfällen utgör också råvaruprisstegringar ytterligare en risk för den framtida inflationen. Att hantera en sådan prisimpuls blir svårare om det samtidigt föreligger ett starkt tryck uppåt på hemmamarknadspriserna.

Wickman-Parak förklarade att hon under krisförloppet inte har haft några problem med att ställa sig bakom snabba räntesänkningar som fört ner reporäntan till en extremt låg nivå, tvärtom. Men siktet har varit inställt att den ska börja justeras uppåt när konjunkturen börjar normaliseras. Det ser man nu och tidpunkten för gradvisa höjningar närmar sig. Wickman-Parak underströk att hon har sett ljusare på tillväxtutsikterna och hon tycker sig ha fått stöd i detta av den ekonomiska utvecklingen.

Wickman-Parak framhöll sedan att hon håller med om att den uppgång som kommer i framtiden sker från en låg nivå och att inflationen i dagsläget inte är ett problem och hon ställde sig därför bakom förslaget att reporäntan hålls oförändrad på 0,25 procent ännu en tid. Däremot reserverade hon sig även denna gång mot reporäntebanan.

Räntan är på extremt låg nivå och gradvisa höjningar på ett tidigare stadium ansåg hon var att föredra. Hushållens upplåning har ökat och konsumtionen ökar. Det är bra och har behövts för att dra igång efterfrågan. Men upplåningen ökar nu i snabbare takt och allt fler lånar till rörlig ränta. En gradvis höjning av räntan ger hushållen möjlighet att successivt börja anpassa sin upplåning. Om den istället blåses upp ytterligare kan effekterna på efterfrågan bli desto större när räntehöjningarna väl kommer. Så Wickman-Parak förordade att reporäntan börjar höjas tidigare och då behöver räntebanan inte heller bli lika brant som den föreslagna räntebanan. Hon menade att med den information som finns tillgänglig vore

det en väl avvägd penningpolitik som skapar stabilitet i efterfrågan samtidigt som inflationen håller sig nära målet.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon delar den syn på utvecklingen i Sverige som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppföljning. Liksom vid det förra mötet då Riksbanken fattade beslut om penningpolitiken så innefattar prognosen revideringar som har motverkande effekter på själva beslutet. Å ena sidan har det skett en viss upprevidering av prognosen för BNP och resursutnyttjande, vilket i sig skulle tala för en något stramare penningpolitik. Men samtidigt så har det skett en nedrevidering av inflationsprognosen, vilket i sig talar för en lättare penningpolitik. Frågan är då vad nettoeffekten blir av dessa motverkande tendenser när det gäller vad som är en väl avvägd penningpolitik. Ekholm sa att hennes uppfattning är att de i princip tar ut varandra och att det därför är motiverat att behålla reporäntan på dess nuvarande nivå och dessutom behålla den prognos för den framtida reporäntan som Riksbanken har haft sedan det penningpolitiska beslutet i juli.

När det gäller nedrevideringen av inflationsprognosen så framhöll Ekholm att hon i viss mån delar Wickman-Paraks skepsis. Nedrevideringen beror på ett antal olika faktorer, men en viktig faktor är en ny bedömning av kronkursens utveckling, där bedömningen nu är att kronan kommer att utvecklas något starkare än vad som tidigare antagits. Liksom Wickman-Parak var Ekholm benägen att lägga liten vikt vid den del som handlar om en starkare krona, eftersom det är så svårt att göra prognoser för växelkursen. De prognoser som Riksbanken har gjort för kronkursen sedan växelkursen blev rörlig har oftast involverat en förstärkning. Typiskt sett har dock denna förstärkning endast materialiserats i perioder som föregåtts av en kraftig försvagning av kronkursen, som perioden 2002-2003 och 2006-2007. Det faktum att kronan fortfarande har försvagats i TCW-termer i förhållande till dess värde innan krisen bröt ut på allvar förra hösten talar visserligen för att den borde stärkas något framöver. Men att förstärkningen väntas bli större idag än vad den väntades bli i oktober baserat på bland annat att omvärldens räntor nu förväntas bli något lägre, det är en revidering av prognosen som Ekholm sa att hon lägger en förhållandevis liten vikt vid och som hon tror är behäftad med stor osäkerhet.

Samtidigt finns det andra faktorer som talar för en nedrevidering av inflationen, som att hyresavtalen förväntas bli låga under nästa år, vilket har en viss effekt, och att det tycks vara rimligt att förvänta sig en lägre inflation i euroområdet under 2011 och 2012 än vad Riksbanken tidigare har räknat med. Med en oförändrad reporäntebana kan den reala reporäntan förväntas bli högre än vad som förväntades i oktober på grund av en lägre inflationstakt (vilket visas i diagram 9 i den penningpolitiska uppföljningen). Detta innebär en något stramare penningpolitik, vilket kan vara motiverat i ljuset av upprevideringen av BNP-prognosen. Samtidigt kvarstår faktum att resursutnyttjandet är mycket lågt och att det därför finns skäl att föra en mycket expansiv penningpolitik för att bidra till återhämtningen så länge som det är möjligt utan att inflationsmålet hotas. Ekholm sa att hon delar Öbergs uppfattning att det råder osäkerhet om kraften i uppgången, vilket också motiverar en fortsatt expansiv penningpolitik.

Ekholm framhöll dock att hon liksom tidigare är emot att reporäntan skulle sänkas i detta läge. Liksom tidigare finns det inget behov av att göra penningpolitiken ännu mer expansiv när ekonomin är inne i en återhämtningsfas. Botten i konjunkturen är av allt att döma passerad. De skattningar av medelkvadratsummor som Svensson refererar till i sin

motivering för att vilja sänka reporäntan ytterligare trodde hon inte fångar konsekvenserna av en räntesänkning till noll i det läge ekonomin nu befinner sig i. Parameteriseringen av Ramses-modellen, som ligger till grund för dessa skattningar, bygger trots allt i stor utsträckning på historiska samband mellan olika variabler. Ekholm menade att man faktiskt inte vet så mycket om hur dessa samband ser ut med en penningpolitik som helt skiljer sig från hur penningpolitiska beslut historiskt sett har förhållit sig till konjunkturläget. Därför utgör inte den analys som Svensson hänvisar till ett tillförlitligt beslutsunderlag. Dessutom ansåg Ekholm att utvecklingen när det gäller hushållskrediter och bostadspriser gör det olämpligt att göra penningpolitiken mer expansiv i det läge svensk ekonomi nu befinner sig i.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** påpekade att även i Sverige förefaller de finansiella förhållandena ha stabiliserats. Bankernas möjligheter att låna internationellt har förbättrats ytterligare i takt med att de internationella kreditmarknaderna tillfrisknat. Någon brist på utlåningskapacitet för att stödja en kommande konjunkturuppgång är svår att påvisa. För den svenska marknaden har Riksbankens prognoser för bankernas kreditförluster kunnat skrivas ned eftersom konkurserna inte har ökat i den utsträckning som tidigare förväntats. Bland de baltiska länderna, som fortfarande står inför stora problem och där hälften av bankernas kreditförluster ligger, förefaller Estland att ha goda möjligheter att klara kraven för ett kommande EMU-medlemskap. Lettland har lyckats skära i budgeten och därmed uppfylla EU:s och IMF:s krav för utbetalning av de lån som tidigare överenskommits. Stora risker finns kvar, men osäkerheten får ändå sägas ha minskat. I Riksbankens senaste stabilitetsrapport konstateras i ett stresstest att bankerna har tillräckligt med kapital för att klara även en väsentligt sämre utveckling än den förväntade. Det är för tidigt att blåsa faran över, men man bör i alla fall kunna andas lite lugnare.

Sedan sommaren har konjunkturbilden i Sverige utvecklats på ett splittrat och något oväntat sätt. Industrikonjunkturen är fortsatt svag, i första hand till följd av bristande efterfrågan på våra exportvaror, även om botten nu förefaller att vara nådd. Särskilt företag som arbetar mot Asien har i olika grad börjat klättringen uppåt. Inom servicenäringarna har utvecklingen fått ett annat förlopp. Där har efterfrågan inte fallit på samma sätt som inom tillverkningsindustrin och konjunktursvackan förefaller bli långt mindre besvärande. Totalt sett har utvecklingen blivit bättre än vad Riksbanken trodde i juli, vilket också gjort att prognoserna har reviderats upp. I juli väntades en BNP-tillväxt på 0,5 procent för nästa år, nu har denna siffra reviderats upp till 2,5 procent.

Bakom detta ligger i hög grad hushållen som reagerat på ett sätt som inte var förväntat under ett år då BNP faller med 4,5 procent. Trots växande arbetslöshet har hushållens förväntningar om framtiden stadigt förbättrats, både när det gäller landets ekonomi och den egna. Årets julhandel förväntas slå rekord. Hushållen konsumerar mer och de har ökat sin upplåning i banker och bostadsinstitut. En effekt har blivit stigande huspriser mitt i en brinnande lågkonjunktur. Om huspriserna talades det mycket vid förra mötet och Nyberg sa att han inte hade något nytt att säga i den frågan – utom möjligen att de allra sista siffrorna tyder på att utvecklingen planar ut.

Att hushållen ser så positivt på sin situation hänger sannolikt ihop med att de faktiskt har en bättre ekonomisk situation än före krisen – förutsatt att de har arbete. Skatterna är lägre och räntebördan för dem som lånat mindre. Men arbetsmarknaden har också utvecklats inte oväsentligt bättre än vad som kunde förväntas i juli, så fler hushåll än förväntat är stadda vid

kassa. Och Riksbankens egen prognos för arbetslösheten är nedjusterad med nästan en hel procentenhet för nästa år jämfört med juliprognosen.

Hushållen förefaller alltså att känna sig ute ur lågkonjunkturen medan industriföretagen är kvar i den. När Riksbanken med en unikt låg reporänta och andra åtgärder velat stimulera efterfrågan har detta lyckats när det gäller hushållen – vilket är bra, för hur skulle annars konjunkturbilden se ut. Men när det gäller företagen har penningpolitiken ännu inte lyckats stimulera efterfrågan särskilt väl. Att företagen inte lånar för att investera beror emellertid inte på att penningpolitiken är för restriktiv utan på att efterfrågan från utlandet ännu inte kommit tillbaks. Många företag har överkapacitet. Kanske kommer den nya efterfrågan också att komma från annat håll och riktas mot andra produkter än tidigare. Innan detta har klarnat kommer företagen att vänta med att investera.

Det betyder inte att de låga räntorna saknar betydelse för företagen. Många företag har lån med kort räntebindning och de låga räntorna hjälper dem att kunna betala räntor och amorteringar i en tid när intäkterna är svaga. Utan det låga ränteläget skulle det bli fler konkurser bland företagen i näringslivet.

I de penningpolitiska övervägandena har Riksbanken talat om att det behövs en låg ränta under lång tid. Då är det naturligtvis i första hand företagets möjligheter att låna för att överleva och så småningom investera och växa som har funnits i tankarna. Att den exceptionellt låga nominella räntan i stället lockat hushållen till ökad upplåning är en effekt av penningpolitiken som idag är hanterbar men som så småningom kan bli ett problem.

Nyberg trodde att tiden är mogen för att börja diskutera den nuvarande konjunktursituationen som en normal om än djup lågkonjunktur snarare än en finansiell hårdsmälta. Nyberg sa att han trodde nu, liksom han gjort vid tidigare möten, att den snabba förbättringen av de internationella kreditmarknaderna kan ha gett den reala utvecklingen en puff framåt på samma sätt som den fick en spark bakåt av den brutala kreditransonering som skedde efter september förra året. Utvecklingen i Asien kan vara ett tecken på det, men också utvecklingen på arbetsmarknaden i Sverige och de svenska hushållens beteende. Nyberg trodde därför att Riksbanken i sin prognos tenderar att underskatta styrkan i den konjunkturuppgång som nu kan observeras, både den internationella och den svenska.

Nu har Riksbanken haft samma räntebana i sina rapporter ända sedan i juli trots att utvecklingen gradvis förbättrats i snabbare takt än vad som då förväntades. Ännu en tid behövs denna låga ränta, givet bedömningarna av det svårbestämda kapacitetsutnyttjandet i industrin. Nybergs syn var att Riksbanken bör lämna krisräntan 0,25 procent under våren eller sommaren nästa år och inleda en normalisering av ränteläget. Däremot trodde Nyberg att en sådan normalisering kan ta tid. Det är svårt att tro att Riksbanken skulle höja räntan i samma snabba takt som den sänktes under den akuta krisen under förra hösten, vilket ju faktiskt är vad som framgår av den prognos för reporäntan som huvudscenariot innebär. Att sänka snabbt i ett läge när de finansiella marknaderna upphör att fungera är en sak. I en återhämtning som tar tid, vilket Riksbanken tydligt sagt är att vänta, kommer man gradvis att få ny information som ger anledning till successiva räntehöjningar. Nyberg hade svårt att tänka sig en utveckling som ger Riksbanken anledning att höja räntan lika snabbt som när den sänktes. Dessutom bör hushållens känslighet för räntehöjningar ha ökat som en följd av

att en så stor andel av lånen har kort räntebindning, vilket betyder att en given räntehöjning rimligen får en större effekt på efterfrågan.

En anledning till att inte reporäntebanan justeras vid den penningpolitiska uppföljning som publiceras i anknötning till dagens möte är förväntningarna att både den importerade inflationen ska falla och kronans värde ska stiga. Det skulle i så fall leda till fallande inflation och ett minskat behov av räntehöjningar. Nyberg sa att prognoser över kronans värde alltid ska tolkas med försiktighet eftersom de så sällan visat sig vara riktiga. Riksbankens modeller har också visat sig vara ganska känsliga för förändringar i växelkursen så till vida att en appreciering av växelkursen ger ett ganska stort utslag i inflationsprognosen. Av båda skälen finns det anledning att ifrågasätta inflationsprognosen och dess effekt på räntebanan. Nyberg trodde snarare att den ökade aktiviteten i ekonomin kan leda till flaskhalsar och tendenser till ökad inflation snabbare än vad Riksbanken tidigare haft anledning att tro. Nyberg såg alltså inte inflationen som något problem när det gäller en något högre räntebana inledningsvis.

Nyberg summerade sina överväganden med att säga att han håller med om att reporäntan bör behållas på nivån 0,25 procent idag, men att han reserverade sig mot den föreslagna räntebanan. Nybergs prognos är att Riksbanken kommer att få anledning att höja räntan tidigare, under våren eller sommaren nästa år. Sedan kommer man att höja den i en något lägre takt än vad som framgår av den föreslagna reporäntebanan.

Riksbankschef **Stefan Ingves** noterade att olika räntemarginaler nu tycks befinna sig inom historiska intervall och att den extra utlåning på ca 300 miljarder kronor som ligger kvar till hösten 2010 har fått avsedd effekt. Givet den rådande likviditetssituationen de närmaste månaderna och givet de uppnådda resultaten är det nu inte motiverat med ytterligare ökad utlåning. Penningpolitiken behöver i detta avseende inte göras mer expansiv.

Återhämtningen i Sverige sker från en låg nivå och det finns gott om lediga resurser. Utvecklingen på arbetsmarknaden ser inte ut att bli lika svag som i bedömningen från oktober. Arbetslösheten väntas ändå stiga under det närmaste året. Läget på arbetsmarknaden gör att lönerna ökar långsamt framöver, vilket bidrar till ett lågt inflationstryck. Sammantaget väntas inflationen framöver bli något lägre jämfört med bedömningen i oktober. Det beror främst på att inflationen i omvärlden bedöms bli något lägre och att kronan bedöms bli något starkare, vilket håller nere importpriserna. Även lägre förväntade hyresavtal bidrar i någon mån.

Ingves fortsatte med att lyfta fram olika risker. Resursutnyttjandet är svårt att bedöma i samband med en finansiell kris. Olika indikatorer pekar mot ett lågt kapacitetsutnyttjande i näringslivet. Enligt SCB:s mått är kapacitetsutnyttjandet i industrin lägre än under 1990-talskrisen. Den potentiella produktionstillväxten beror på utvecklingen av produktivitet, realkapital och humankapital. Alla dessa faktorer kan ha drabbats negativt av krisen. Mer analys av resursutnyttjandet behövs framöver då produktionsförutsättningarna inte återgår till samma läge som före krisen.

Utlåningen till hushållen växer med drygt 8 procent medan utlåningen till företagen faller. Innebär denna tudelning av kreditmarknaden risker för framtiden? Nu bidrar den stimulerande penningpolitiken till en ökad konsumtion, vilket är en viktig faktor bakom återhämtningen i svensk ekonomi. Samtidigt har huspriserna ökat med 7 procent sedan de nådde sin bottennivå i vintras men ökningstakten tycks ha dämpats under hösten. I ett gott

scenario, med en gradvis stigande ränta från hösten 2010, mattas prisökningstakten av och kreditmarknadens tudelning försvinner efter hand. Om detta inte skulle ske uppkommer ett penningpolitiskt dilemma där kreditförsörjningen till företagen behöver hållas uppe medan å andra sidan kreditutbudet till bostäder behöver minska. Det är viktigt att en noggrann analys av bostadsmarknaden görs under våren och vintern och att en tydlig slutsats görs rörande i vad mån ytterligare åtgärder, utöver penningpolitiken, behövs för att klara en stabil utveckling.

Ingves sa sammanfattningsvis att den nya information som har inkommit bekräftar den penningpolitiska bedömningen som gjordes i oktober. Å ena sidan har den ekonomiska återhämtningen inletts och det har skett en rad upprevideringar. Å andra sidan är inflationen fortsatt låg, inflationsförväntningarna förankrade och produktionsgapet stort och negativt. Det här drar i andra riktningen, det väger jämt, och därför är det inte motiverat att nu ändra reporäntebanan. För att ekonomin ska utvecklas stabilt och för att klara inflationsmålet på 2 procent behöver reporäntan vara oförändrad på 0,25 procent och den bör ligga kvar på den nivån till hösten 2010. Vid de exceptionella förhållandena som har varit är det viktigt att undvika bakslag och därför kan en räntehöjning anstå till hösten 2010.

När konjunkturen sedan återhämtar sig höjs räntan till mer normala nivåer och dessa förändringar påverkar bostadsräntorna som ingår i KPI. Det kommer därför att bli stora kast i KPI framöver. Den underliggande inflationen mätt med KPIF är däremot stabil och nära 2 procent mot slutet av prognosperioden.

Förste vice riksbankschef **Svante Öberg** konstaterade att det finns en enighet om att reporäntan behöver hållas låg under en tid framöver och det är inte lätt att idag avgöra om höjningarna ska börja under våren, sommaren eller hösten. Det stämmer, som Wickman-Parak och Nyberg noterar, att BNP har reviderats upp och arbetslösheten har reviderats ner mellan prognoserna i juli och december. BNP-tillväxten har reviderats upp med sammanlagt 2,5 procentenheter 2009 till 2011. Men samtidigt har inflationen mätt med KPIF reviderats ner med sammanlagt 1,2 procentenheter under samma period. Men det mesta av revideringarna har inträffat mellan juli och oktober. Detta togs det hänsyn till redan i oktober. Därför finns det inget skäl att tidigarelägga räntehöjningarna. Öberg tillade att hans bedömning fortfarande är att den lämpliga tidpunkten att börja höja räntan är nästa höst.

Däremot finns det anledning att diskutera takten i höjningarna allt eftersom bilden av framtiden blir tydligare. Öberg uppgav att han kunde tänka sig att reporäntan kan behöva höjas i lugnare takt än vad Riksbanken nu förutser särskilt om BNP-tillväxten och inflationen blir lägre än väntat.

Det finns också anledning att diskutera råvarupriserna. Det finns en risk att de kommer att stiga mer än Riksbanken nu räknar med. Men det skulle inte bara leda till något högre inflation i USA och Europa, utan också till något lägre tillväxt. Det är därför inte entydigt vad man ska dra för slutsatser av en eventuell sådan utveckling för penningpolitiken. Råvaruprisernas utveckling och konsekvenser är en fråga som det finns anledning att återkomma till vid kommande möten.

Frågan om nollränta har diskuterats vid flera tillfällen tidigare. Öberg uppgav att hans skäl för att inte gå längre ner med reporäntan främst är att det är okänt vatten - man vet inte vad som kommer att hända om räntan skulle sättas till noll - och att det är osäkert om det

skulle ha annat än marginella positiva effekter. Det är bra att det finns modeller som man kan simulera alternativa scenarier med. Men alla modeller är förenklingar av verkligheten. Exempelvis förutsätter Ramses att räntesänkningar har samma effekt oavsett från vilken nivå de görs. Öberg sa att han tror att effekterna av en sänkning från nuvarande låga nivå är mindre än om man befinner sig vid en mer normal räntenivå. Det finns också andra förenklingar som att sysselsättningen även på kort sikt påverkas i stort sett lika mycket som BNP, vilket strider mot empiriska erfarenheter.

Vice riksbankschef **Lars E. O. Svensson** ville kommentera det Ekholm sagt om att hon inte tror på de diagram som han visat. Han ville påminna om att de främst bygger på den fundamentala insikten att en lägre reporäntebana leder till högre inflation och ett högre resursutnyttjande. De kvantitativa skattningar han nämnde är, som han tidigare betonade, inte det sista ordet. Däremot är de det senaste och det hittills bästa ordet. Det finns naturligtvis en viss osäkerhet beträffande effekten på sysselsättningen av den lägre reporäntebanan men det ska mycket till för att effekten inte ska hamna inom det stora intervallet 10 000 till 25 000 räddade jobb. Att dessa skattningar kan vara ganska bra och tillämpliga i detta fall får dessutom stöd av det faktum att läget på de finansiella marknaderna normaliserats och att situationen, som Nyberg framhöll, mer och mer påminner om en djup lågkonjunktur snarare än en stor finansiell och ekonomisk kris. Detta talar för att historiska ekonomiska samband nu borde gälla i högre utsträckning än tidigare under krisen.

Svensson menade att om Ekholm har en mer tillförlitlig prognos för inflationen och realekonomin med en lägre reporäntebana så vore det förstås intressant att se den, liksom om hon kan visa på ett bättre mått på stabilisering av inflationen och resursutnyttjandet än medelkvadratgapen. Om man hävdar att en lägre reporäntebana skulle leda till en sämre istället för bättre måluppfyllelse för inflationen och resursutnyttjandet bör man kunna presentera en analys som stöder detta. Med en sådan analys kanske man då till och med föredrar en högre reporäntebana än den i huvudscenariot. Svensson ville därför på nytt betona att det är viktigt, för att Riksbanken mycket tydligt skall kunna motivera räntebesluten och för att möjliggöra en rättvisande utvärdering av penningpolitiken, att ordentligt diskutera alternativa räntebanor och bedöma vilken måluppfyllelse de resulterar i. Han ville därför förorda att en analys av alternativa räntebanor presenteras även i den penningpolitiska uppföljningen och inte bara i den penningpolitiska rapporten.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Återhämtningen från den kraftiga konjunkturedgången fortsätter. De finansiella marknaderna fungerar allt bättre och de åtgärder som centralbanker och myndigheter vidtar har effekt. Världsekonomin fortsätter att förbättras och det gynnar den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Hushåll och företag har blivit mer optimistiska om utvecklingen framöver och konsumtionen ökar. Men bilden är inte entydig. Exempelvis utvecklas produktionen i industrin fortfarande svagt.

Återhämtningen sker från en låg nivå och det kommer att finnas gott om lediga resurser under de närmaste åren. Utvecklingen på arbetsmarknaden ser inte ut att bli lika svag som bedömningen i oktober. Men arbetslösheten väntas ändå stiga under det kommande året. Läget på arbetsmarknaden gör att lönerna ökar långsamt framöver. Det bidrar till ett lågt inflationstryck. Samtidigt väntas inflationen framöver bli lägre än bedömningen i oktober.

Det beror främst på att inflationen i omvärlden blir lägre och kronan något starkare, vilket håller nere importpriserna.

För att klara inflationsmålet på 2 procent och understödja den ekonomiska återhämtningen behöver reporäntan vara låg under en lång tid. Reporäntan bör därför vara oförändrad på 0,25 procent och reporäntan väntas vara kvar på den nivån fram till hösten 2010. Därefter höjs reporäntan mot mer normala nivåer. Prognosen för reporäntan är densamma som i oktober. 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) är däremot mer stabil och nära 2 procent mot slutet av prognosperioden.

Penningpolitiken framöver beror som alltid på hur 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 uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen onsdagen den 16 december kl 9:30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procentenheter och att detta beslut tillämpas från och med den 23 december 2009,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 0,75 procent respektive inlåningsräntan på -0,25 procent med tillämpning från och med den 23 december 2009,
- att onsdagen den 16 december 2009 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 103 2009, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndag den 4 januari 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 0,25 procent under huvudscenariots räntebana till och med tredje kvartalet 2010. Han hävdade att en sådan reporäntebana innebär 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 reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. De motiverade sitt ställningstagande bland annat med en något mer positiv syn på tillväxtutsikterna och att konjunkturen nu börjat normaliseras. De bedömde att räntan skulle behöva höjas tidigare än den föreslagna räntebanan utvisade men att denna sedan under den resterande prognosperioden inte behövde bli lika brant.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

Karolina Ekholm

Lars Nyberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg